

Louvain School of Management

Analyse fondamentale des actions (métier d'analystes financiers)

Balta Group

Mémoire réalisé par
Bertrand Anneessens

en vue de l'obtention du titre de
Master en ingénieur de gestion, à finalité spécialisée

Promotrice
Isabelle Platten

Année académique 2018-2019

Note de Remerciements

Je tiens particulièrement à remercier ma promotrice, la professeur Isabelle Platten, pour ses conseils avisés à la réalisation de ce mémoire sur la société Balta. Je tiens également à remercier Madame Jacquerie de la banque ING private banking, pour les réponses apportées à mes questions spécifiques ainsi que Messieurs Luc Belot et Marc Parmentier pour leur vision critique quant à la lecture de ce mémoire. Enfin, je tiens à remercier mes parents ainsi que les autres membres de ma famille pour m'avoir épaulé et soutenu tout au long de mes années d'études en ingénieur de gestion.

Abstract

Ce mémoire se focalise sur l'analyse fondamentale des actions et sur la compréhension du métier d'analyste financier en émettant une recommandation sur la société Balta Group. Il est dès lors primordial, dans un premier temps de s'intéresser aux éléments se trouvant dans la littérature afin d'avoir une idée du rôle de métier d'analyste, de comprendre les fondements d'une évaluation d'actions et, dans ce cas précis, de la performance d'une IPO* étant donnée la récente introduction en bourse de ladite société. Dans un second temps, une fois tous ces éléments analysés et brièvement expliqués, une valorisation précise de la société pourra être émise par le biais de deux méthodes : les discounted cash flows* et les multiples*. La première méthode se focalise plutôt sur la création de valeur de la société sur un horizon à long terme, six ans, qui tient compte d'un programme de restructuration d'une durée de trois ans jusqu'en 2021 et ensuite des apports de ce programme sur une période de trois ans. Tandis que la deuxième méthode, quant à elle, a une vue plutôt courttermiste et est basée sur la valeur de marché s'appuyant sur le multiple EV/EBITDA* de la dernière année publiée. Toutes les hypothèses émises dans ce document découlent d'analyses de marchés publiées sur internet, du programme mis en place par la société au vu d'un redressement de ses activités et des données financières des trois dernières années de l'entreprise Balta. Une synthèse analytique, du business plan, a également été établie en fonction de ces hypothèses et est à la base de mes analyses personnelles. Pour terminer, les acronymes et mots anglais utilisés dans le jargon financier pourvus d'un astérisque, sont expliqués succinctement dans un lexique se trouvant dans les annexes.

Table des matières

1. Revue de littérature	1
1.1 Rôle des analystes financiers	1
1.2 Création de valeur et méthode d'évaluation	3
1.3 Pourquoi une introduction en bourse	5
1.4 Performance d'une IPO	6
2. Valorisation de Balta	7
2.1 Highlights.....	7
2.1.1 Recommandation	7
2.1.2 Croissance de la demande.....	8
2.1.3 Programme de restructuration	9
2.1.4 Investissements	9
2.2 Description de l'activité	10
2.3 Description des produits et services	11
2.4 Localisation géographique	12
2.5 Stratégie de la compagnie	12
2.5.1 Renforcer sa position de leader sur les principaux segments	12
2.5.2 Mettre l'accent sur l'excellence commerciale et opérationnelle	13
2.5.3 Recherche sélective d'opportunités d'acquisitions complémentaires.....	13
2.6 Programme NEXT	14
2.6.1 Délivrer une croissance durable	14
2.6.2 Améliorer son excellence commerciale.....	14
2.6.3 Augmenter sa compétitivité en matière de coûts	14
2.7 Corporate Governance	15
2.8 Responsabilité sociétale	15
2.8.1 Planète.....	15
2.8.2 Personnel.....	16
2.8.3 Prospérité	16
2.9 Vue d'ensemble de l'industrie	16
2.9.1 Pairs	18
2.10 Avantages comparatifs.....	19
2.10.1 Intégration verticale	19
2.10.2 Economie d'échelle et faible coût manufacturier	20
2.10.3 Innovation	20
2.10.4 Relation avec les parties prenantes.....	20
2.11 Evaluation.....	20
2.11.1 Valeur résiduelle.....	20
2.11.2 Valeur de la croissance résiduelle	21

2.11.3 Coûts des fonds propres et de la dette	22
2.11.4 Evaluation relative : analyse des pairs.....	23
2.12 Analyse financière	24
2.12.1 Hypothèses comptables	24
2.12.2 Hypothèses financières	25
2.12.3 Revenus	25
2.12.4 Dépenses	27
2.12.5 EBITDA et EBIT	29
2.12.6 Bénéfice par action.....	30
2.12.7 Dette financière.....	30
2.12.8 Cash-flow	31
2.12.9 Capex et amortissement & dépréciation.....	32
2.13 Analyse de sensibilité	33
2.13.1 Hypothèses comptables	33
2.13.2 Hypothèses financières	36
2.14 Risques d'investissements	41
2.14.1 Cyclicité de la demande et dépendance en Europe	41
2.14.2 Mouvements du Forex*	41
2.14.3 Volatilité et inflation des coûts des matières premières.....	41
2.14.4 Nombre limité de fournisseurs.....	42
2.14.5 Production et logistique	42
2.15 Conclusion	43
3. Annexes	44
3.1 Lexique	44
3.2 SWOT*	46
3.3 Projection du bilan	47
3.4 Projection du compte de résultat	48
3.5 Projection des cash-flows.....	49
3.6 Evaluation par la méthode des DCF	51
3.7 Prix par la méthode des DCF	52
3.8 Chiffres à la base de la méthode des DCF	52
3.9 Prix par la méthode des comparables.....	53
4. Bibliographie	54
5. Références graphiques et tableaux.....	59
5.1 Liste des graphiques.....	59
5.2 Liste des tableaux.....	60

1. Revue de littérature

1.1 Rôle des analystes financiers

Un des aspects fondamentaux dans la réalisation de ce travail de recherche, est la compréhension du rôle que jouent les analystes financiers dans le monde de la finance ainsi que les données qui influencent leur recommandation.

En effet, le rôle des analystes d'actions est d'évaluer la stratégie d'une entreprise afin d'établir une recommandation à partir de prévisions sur les futurs résultats. La théorie de la finance moderne part du principe que ses agents sont dotés d'une rationalité parfaite. L'article de Van Loe et Fontowicz (2004), s'intéresse au rôle des analystes financiers dans le cadre de l'efficience du marché. Trois grandes notions ont été avancées. La première développe l'idée que dans un marché efficient, l'analyste n'a pas sa place car il n'est pas possible de battre le marché de manière régulière sur le long terme. Le deuxième point est l'impact des anticipations des investisseurs. En effet, le prix refléterait de l'information mais imparfaite due à des sources de bruits qui sont à l'origine de l'animation du marché. Le dernier point s'attarde sur le bruit contenu dans la production des analystes financiers. Il peut être d'une part, intentionnel servant à déformer leurs anticipations pour répondre à des intérêts personnels ou, d'autre part, involontaire en raison d'une rationalité limitée due à une incapacité du traitement de toutes les données. En outre, selon Assaïdi (cité dans Déjean, Naro, 2010), les analystes seraient capables d'intégrer toute nouvelle information à leurs jugements et d'être le plus objectif possible quant à la prise de décision. De plus, selon l'hypothèse de l'efficience du marché, « *le prix correspond à la meilleure estimation de la valeur fondamentale en tenant compte des informations disponibles* » (cité dans Déjean, Naro, 2010, p.6). Cependant, il existe néanmoins des phénomènes d'anomalies ainsi que des biais qui proviennent de la complexité des comportements humains et l'auteur avance que « *la prévision -juste- n'existe pas ex ante* »¹. D'après les résultats de la thèse effectuée par Assaïdi en 2009 sur le rôle de la rationalité mimétique dans la formation des recommandations des analystes financiers et la prise de décision des gérants de portefeuille, le prix n'est pas uniquement façonné par des

¹ Déjean, F., Naro, G., (2010), "La revue des thèses", *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 167-175.

informations purement fondamentales mais intègre aussi les opinions des autres. Ces deux travaux mènent à la conclusion que les analystes ne cherchent pas spécialement à avoir raison dans leurs propres estimations et leurs valorisations mais à anticiper correctement le marché et que des biais peuvent subvenir dans leur rationalité.

Pour comprendre comment les analystes arrivent à fixer un certain prix pour une société, il est utile de savoir sur quels critères ils portent leur attention. A l'heure actuelle, la seule perspective financière ne suffit plus pour juger de la performance d'une entreprise. Les dimensions sociales et environnementales sont également à prendre en compte. La responsabilité sociétale des entreprises (RSE) qui peut se définir comme « *le développement durable pour les sociétés sous l'angle de la croissance économique, du progrès social et du devoir écologique* »² des entreprises peut avoir un impact sur la performance de la société que ce soit à court ou à long terme (Pelazo, 2006). Elle peut être « *facteur d'innovation, avec le lancement de nouveaux produits ou services incluant une valeur ajoutée sociale ou environnementale et permettrait de se distinguer de la concurrence* »³. D'après Giordano-Spring et Rivière-Giordano (2007), le reporting environnemental et social permet même de corriger la sous-représentation comptable de la performance de l'entreprise. Des études plus récentes ont nuancé ces propos. En effet, l'engagement dans la responsabilité sociétale ne mènerait pas obligatoirement à un lien positif avec la performance financière de l'entreprise. Cependant, les gestionnaires de fonds n'excluent pas les critères économiques, sociaux et de gouvernance dans la prise en compte de leur portefeuille, à condition que la performance de ce dernier ne soit pas influencée par ce choix. En outre, il est compliqué pour les investisseurs traditionnels d'évaluer correctement la politique RSE des firmes (Pasquini-Descomps et Teulon, 2013). La politique de ressources humaines établie par les entreprises est une donnée importante pour les analystes car celle-ci peut impacter les coûts et la rentabilité. De plus, pour certains analystes la réputation de la société est également importante, même si difficile à valoriser, de même que la perception du management par la communauté financière. Le dernier point essentiel à prendre en compte, est la gouvernance de l'entreprise. La

² Saghroun, J., Eglem, J., (2008), "A la recherche de la performance globale de l'entreprise : la perception des analystes financiers", *Comptabilité- Contrôle-Audit*, 93-118.

³ Wiedemann-Goiran, T., Perier, F., Lépineux, F., (2003), "Développement durable et gouvernement d'entreprise : un dialogue prometteur", *Editions d'organisation*.

composition de l'actionnariat, la rémunération des dirigeants ou encore la compétence des administrateurs indépendants sont des variables qui peuvent influencer l'opinion des analystes (Saghroun et Eglem, 2008).

1.2 Création de valeur et méthode d'évaluation

La fixation du prix par les analystes financiers se base sur la valeur fondamentale de la société qui peut être associée à la création de valeur comme définie par Fama (1965) : « *sur un marché efficient, le prix d'un titre constituera, à tout moment, un bon estimateur de sa valeur intrinsèque* ». Aujourd'hui, les dirigeants d'entreprise sont bien conscients de l'importance de cette création de valeur. En effet, selon l'article de Michel Albouy (2006) il existerait même une bonne corrélation entre le cours de bourse et cette création de valeur. On distingue deux approches fondamentales pour mesurer celle-ci. La première est la méthode d'actualisation des free cash flows* et la seconde se base sur le concept de market value added* et l'economic value added*.

Ce document sera basé sur la première méthode qui définit la valeur de la firme comme étant égale à la somme actualisée des flux de fonds allant aux actionnaires et créanciers financiers⁴ :

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + R_c)^t} + \frac{V_n}{(1 + R_c)^n}$$

Où R_c représente le coût moyen pondéré de capital et V_n la valeur résiduelle à la date n . Ensuite, pour connaître la valeur du capital des actionnaires, il faut déduire la valeur des dettes financières de la valeur de la firme V_0 . En d'autres termes, cette démarche permet de maximiser la richesse des actionnaires à partir de la valeur globale de la firme et de la valeur de dettes données (Albouy, 2006). L'organisation de cette création de valeur peut se faire par différentes variables d'action interne, comme par exemple l'amélioration du taux de marge nette opérationnelle, la croissance à long terme des ventes ou encore le contrôle des capitaux investis par activité. Un élément clé dans la méthode des DCF* est le choix du beta. En effet, il en existe différents types. D'après l'Association for Financial Professionals (2011), 57% des répondants, à savoir des professionnels américains de la finance, utilisent le beta ajusté.

⁴ Albouy, M., (2006), "Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur", *Revue française de gestion*, 139-157.

D'après Blume (1975), le beta d'une entreprise arrivant à maturité, a tendance à converger vers celui du marché. Ce beta ajusté a la caractéristique de tenir compte de l'instabilité dans le temps (Bancel, Lathuille et Lhuissier, 2014) et c'est pourquoi, il peut être une mesure plus précise que le beta historique. Ce document se base sur le beta ajusté pour la méthode DCF mais ce choix sera néanmoins discuté dans la section analyse de sensibilité.

Pour ce qui est de la vision un peu plus centrée sur la valeur de marché qui est « *une estimation de la valeur normative d'une société* »⁵, la méthode des multiples sera développée dans ce travail car cette dernière est fondée sur ce concept et se base sur l'idée que « *le marché est suffisamment efficient, en moyenne au moins, pour attribuer une valeur similaire à des actifs également similaires* »⁶. Cette approche est très utilisée dans le domaine financier. En effet, cette méthode se base sur la valeur boursière de sociétés comparables du fait de leur appartenance au même secteur d'activité et est l'une des méthodes d'évaluation des entreprises les plus appliquées par les professionnels, en complément de la méthode des DCF (Liu, Nissim et Thomas, 2007).

L'utilisation des multiples est extrêmement utilisée par le fait de sa simplicité mais comporte, cependant, certaines limites. Elle peut être selon Suozzo, Cooper, Sutherland et Deng (2001) considérée comme trop simple pour pouvoir prendre en compte l'ensemble des caractéristiques des entreprises ou encore trop subjective sur les choix de multiples « appropriés » (Damodaran, 2006). Cependant, elle reste à l'heure actuelle fortement utilisée par les praticiens étant donné la faible nécessité d'hypothèses à formuler par rapport à des méthodes fondées sur l'analyse fondamentale comme par exemple la méthode des DCF (Damodaran, 2006). Selon une étude effectuée par Bancel et Mittoo en 2013, la méthode des discounted cash-flows ainsi que celle des multiples étaient utilisées à 80% chez les analystes. Concernant les multiples utilisés les plus fréquemment, le ratio EV/EBITDA et le PER* se distinguent des autres multiples avec respectivement 83% et 68% d'utilisation.

⁵ Mataf. (2019). *Glossaire : Valeur de marché*. En ligne <https://www.mataf.net/fr/edu/glossaire/valeur-de-marche>, consulté le 20 mai 2019

⁶ Esty, B.C., (2000), "What determines comparability when valuing firms with multiples?", *Journal of Financial Education*, n°2, 24-33.

De plus, les résultats empiriques de l'étude faite par Astolfi, Chastenet, Marion et Thauvron (2014) sur la pertinence des indicateurs comptables et l'amélioration du processus d'évolution, arrivent à deux conclusions intéressantes. La première est que « *la méthode des multiples est plus précise en ayant recours à des multiples de résultats tel que l'EBITDA* et l'EBIT* par comparaison à des multiples de chiffre d'affaires ou des capitaux employés* »⁷. Le second point est que « *la méthode sera plus pertinente si l'on utilise des multiples d'EBITDA comparativement à des multiples d'EBIT lorsqu'on se base sur le dernier exercice publié* »⁸.

1.3 Pourquoi une introduction en bourse

Après s'être intéressé à l'évaluation de la création de valeur par les agents financiers, la question qui se pose et mérite un éclaircissement est : pourquoi s'introduire en bourse ? En effet, il faut savoir que la société analysée dans ce document, existe depuis 60 ans mais ne s'est introduite en bourse il y a maintenant presque trois ans seulement. Il est dès lors utile d'essayer de comprendre quels facteurs ont poussé Balta à passer ce pas. Selon l'article de Patrick Sentis (2005), trois critères sont principalement avancés pour une introduction en bourse. Il s'agit de « *la recherche de financement pour investir, le renforcement de la notoriété et le désengagement d'un ou plusieurs actionnaires* »⁹. Le premier critère est le but du marché financier qui n'est autre que de lever des fonds pour une société ce qui permettrait même, selon l'étude de Pagano, Panetta et Zingales (1988) d'accroître sa capacité d'endettement et son pouvoir de négociation auprès des banques. Le deuxième point aborde la question de notoriété et affirme qu'une introduction en bourse l'accroît grandement. Elle permettrait même de signaler la bonne qualité des produits de la société d'après Stoughton, Wong et Zechner (2001) ou de susciter l'intérêt de la presse (Reese, 2003). Le dernier critère évoque l'idée de cession de parts pour les actionnaires existants à un prix de marché souvent supérieur à celui obtenu pour une entreprise non cotée.

⁷ Astolfi, P., Chastenet, E., Marion, A., Thauvron, A., (2014), "Méthode des multiples", *Revue française de gestion*, n°242, 83-101.

⁸ Astolfi, P., Chastenet, E., Marion, A., Thauvron, A., (2014), "Méthode des multiples", *Revue française de gestion*, n°242, 83-101.

⁹ Sentis, P., (2005), « Introduction en bourse : Quelles stratégies pour l'entreprise candidate », *Revue française de gestion*, 225-244.

L'introduction en bourse soulève également certaines grandes problématiques qui traitent notamment de la question sur la rentabilité initiale qui est en moyenne positive selon Ritter (2003), ou encore de la performance boursière sur le long terme. D'après plusieurs études, les performances sur une période de 3 à 5 ans sont significativement plus faibles (Ritter et Welch, 2002). Le succès d'une introduction en bourse dépend aussi de nombreux facteurs comme notamment le choix de l'intermédiaire et de la place de cotation, la fixation du prix, la période d'introduction.

1.4 Performance d'une IPO

Balta est cotée en bourse depuis le 14 juin 2016 et a connu à partir de cette date une chute vertigineuse de son titre. Depuis sa récente introduction en bourse, il y a moins de trois ans, son titre a chuté de plus de 75%. Cependant, il faut savoir qu'il ne s'agit pas d'un cas isolé. En effet, à l'heure actuelle, la sous-performance des IPO n'est plus un mythe et de nombreuses études, comme celle de Ritter (1991) ou encore celle de Levis (1993) sur un horizon de trente-six mois, ont démontré, par des résultats empiriques, l'impact négatif que cela engendre sur la performance de la société en bourse quel que soit le marché où elle est cotée. Des hypothèses ont été émises afin d'expliquer la source du phénomène observé : « *la divergence d'opinions au moment de l'introduction, le rôle d'imprésario du banquier introducteur et l'existence d'opportunités sur le choix de la date d'introduction* »¹⁰. L'article d'Emmanuel Boutron (2005) sur la création de valeur et la sous-performance à long terme des IPO sur le second marché, a permis de démontrer que les investisseurs donnent plus d'importance à la croissance qu'à la création de valeur et que l'écart moyen entre le taux de rentabilité interne et la rentabilité du marché sur une période de 10 ans, est légèrement négatif, de l'ordre de - 0.01%. Ceci tente à prouver qu'à long terme, le phénomène de sous-performance d'une IPO n'existe pas.

¹⁰ Boutron, E., (2005), "Création de valeur et sous-performance à long terme des IPO sur le second marché", *Revue française de gestion*, 53-75.

2. Valorisation de Balta

Date d'évaluation :	17-05-19	Recommandation :	Achat	Lieu de cotation :	Euronext Bruxelles
Prix actuel :	3.27€	Prix cible :	6.10€	Secteur :	Consommation discrétionnaire
Symbole boursier :	BALTA	Potentiel de hausse :	87%	Industrie :	Recouvrement de sol textile

2.1 Highlights

Balta est une société belge créée en 1964 et cotée depuis peu sur l'Euronext Bruxelles. Elle est active dans le secteur du recouvrement de sol textile, possède 9 sites de production et est présente dans plus de 130 pays. Son introduction en bourse remonte au 14 juin 2017 à un cours de 12.50€. Au 17 mai 2019, l'action était cotée à 3.27€.



Graphique 1 : Cours de l'action Balta

Source : ABCbourse, (2019)

2.1.1 Recommandation

Nous pouvons émettre une recommandation d'achat sur la société Balta avec un objectif de cours sur un an de 6.10€ par action ce qui représente un potentiel de hausse de 87% par rapport au cours de clôture du vendredi 17 mai 2019 de 3.27€. Cette évaluation se base sur un modèle avec une proportion de 60/40 de la méthode des multiples avec l'utilisation de l'EV/EBITDA et de la méthode des discounted free cash flows. Le choix de cette pondération

est détaillé dans la section 2.11 « évaluation ». De plus, le prix final dépend de points clés expliqués ci-après.

Prix de clôture au (17-05-2019) :	3.27
Actions en circulation (en millions) :	35.943
Beta :	0.8
Dette totale (en millions) :	277.1
Trésorerie et équivalents de trésorerie (en millions) :	7.6
Capitalisation boursière (en millions) :	118.43
Valeur d'entreprise (en millions) :	387.9

Tableau 1 : Profil de l'entreprise

Source : Bloomberg

Méthode :	Poids	Prix
DCF :	40%	8.95
Pairs EV/EBITDA :	60%	4.19
Prix cible :		6.10
Potentiel de hausse :		57%
Dividende 2018 :		/
Rendement de l'action sur 12 mois :		-42%

Tableau 2 : Récapitulatif des méthodes utilisées

Source : Analyse personnelle

2.1.2 Croissance de la demande

D'après les différentes estimations sur le secteur de recouvrement sol, ce dernier devrait croître d'environ 6% CAGR* dans les prochaines années (Transparency Market Research, 2018) et la demande en textile devrait, quant à elle, également gagner 2.6% CAGR jusqu'en 2021 et ensuite 4% CAGR (Lucintel, 2016). Les revenus de Balta devraient, eux, augmenter d'environ 3% à partir de 2020. Les moteurs de cette augmentation peuvent être expliqués par la future croissance, en moyenne stable, du produit intérieur brut américain à 1.85% (Knoema, 2019) et européen à 1.3% (International Monetary Fund, 2019) qui sont des régions importantes pour la société Balta.



Graphique 2 : Prévisions de marché dans le secteur de recouvrement de sol

Source : Transparency Market Research, (2018)

De plus, la démographie dans ces deux parties du monde va aussi augmenter. D'une part de façon croissante pour les Etats-Unis pour atteindre 347.34 millions d'habitants en 2025 (Statista, 2014) et d'autre part, dans les pays d'Europe où la démographie devrait en moyenne

atteindre un pic en 2030 (Knoema, 2014). De plus, la confiance des consommateurs n'est actuellement pas au beau fixe en Europe et plus particulièrement au Royaume-Uni avec une augmentation de risques de pertes d'emplois, une économie fragilisée par leur croissance en baisse et un marché immobilier incertain (Partington, 2019). En effet, l'indice de confiance des consommateurs est même inférieur à la moyenne générale selon les données 2019 de l'OCDE*. Ceci est une des conséquences du contexte Brexit mais devrait dans le cas d'un dénouement d'un accord positif, avoir une perspective favorable.

2.1.3 Programme de restructuration

En 2018, la société Balta a lancé un programme de restructuration visant essentiellement à améliorer sa croissance et réduire ses coûts manufacturiers. Ce plan s'étale sur trois ans et devrait aider Balta à se relever après une année 2018 et un début d'année 2019 difficiles. Les bienfaits de ce programme seront visibles à partir de 2020.

	E19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Marge EBITDA :	10.6%	11.7%	13.8%	12.1%	12.1%	12.2%
Retour sur actifs :	1.72%	1.49%	3.07%	2.42%	3.40%	3.59%
Retour sur actions ordinaires :	4.9%	5.2%	8.9%	6.2%	8.6%	8.5%
Retour sur capital investi :	5.6%	6.1%	8.5%	8.0%	8.2%	8.5%
Croissance des revenus :	0.4%	1.1%	3.7%	3.8%	3.5%	3.5%
Coûts des matières premières sur les revenus :	47.5%	47.5%	47.5%	47.5%	47.5%	47.5%
Dividende par action (en millions) :	-	1,8	-	2,4	2,4	3,6
Rendement du dividende :	-	1.5%	-	2.0%	2.0%	3.0%
Ratio d'endettement	37%	45%	40%	33%	33%	30%

Tableau 3 : Données financières clés

Source : Bloomberg et analyse personnelle

- le retour sur actif (résultat net/total actif) croît de manière significative grâce à une augmentation du profit de la société.
- le retour sur actions ordinaires (résultat net/capitaux propres) croît également pour la même raison.
- le retour sur capital investi (résultat d'exploitation/ capitaux investis) augmente légèrement pour se stabiliser aux alentours de 8%. Ceci est dû dans un premier temps à une croissance plus importante du résultat d'exploitation sur le capital investi. Ensuite ces deux mesures vont évoluer de manières similaires.
- le rendement du dividende est obtenu en divisant le montant reçu en dividende par le cours de l'action.
- les autres données financières feront l'objet d'une explication plus détaillée dans la suite de ce document.

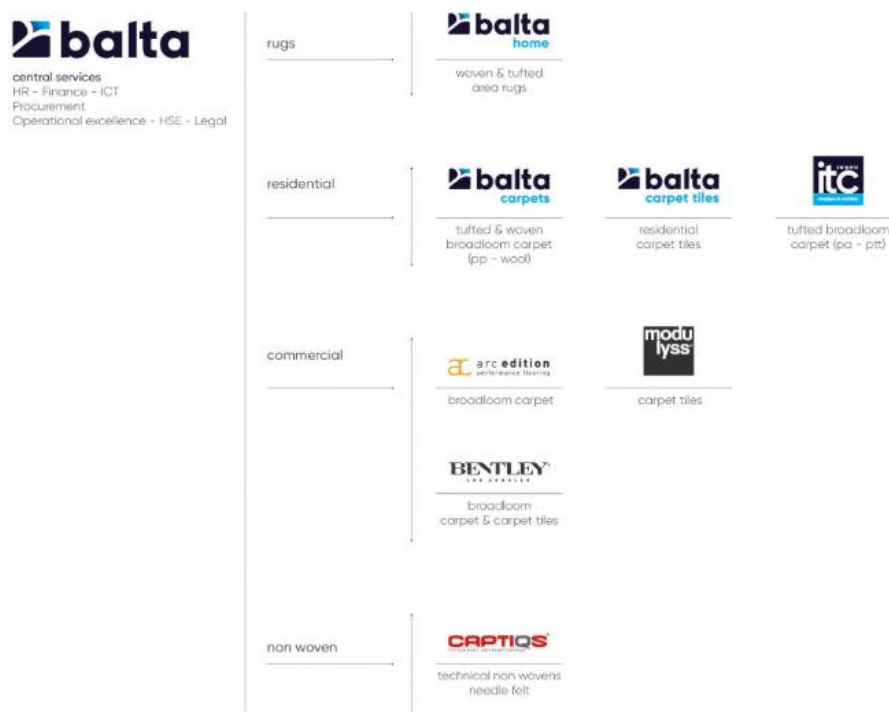
2.1.4 Investissements

La société est très active dans ce domaine avec l'objectif d'être un pionnier dans les innovations de son secteur. En effet, elle a investi dans une marque en 2018 « Papilio tapis » qui lui permet de s'installer dans la niche de tapis faits mains ou encore dans l'e-commerce

qui jouera un rôle crucial dans le futur. Elle investit également énormément dans son image. Que ce soit en mettant l'accent sur son excellence commerciale et opérationnelle ou en étant active dans la thématique du développement durable (press release Balta, 2018). Un dernier point est que les investissements effectués par Balta sont surtout dirigés dans les segments où les prévisions de croissance de la demande sont assez bonnes, à savoir les segments du tapis et commercial.

2.2 Description de l'activité

Le groupe Balta tente au mieux de conférer un large choix de produits textiles répondant aux diverses exigences de ses différents clients. En effet, la société opère dans quatre segments d'activités différents, à savoir le segment résidentiel, tapis, commercial et pour terminer son segment non tissé. Pour pouvoir satisfaire à ces différents segments, la société possède différentes marques. A l'heure actuelle, la structure du groupe est scindée en huit marques : balta home pour le segment tapis, balta carpets, balta tiles et itc pour le segment résidentiel. Le segment commercial, quant à lui, est représenté par arc edition, modulyss et sa dernière acquisition en date : Bentley. Pour conclure, la marque captiqs représente le non tissé.



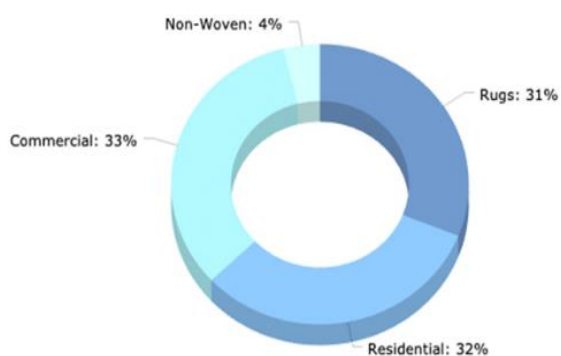
Graphique 3 : Marques de la société

Source : Données internes de la société

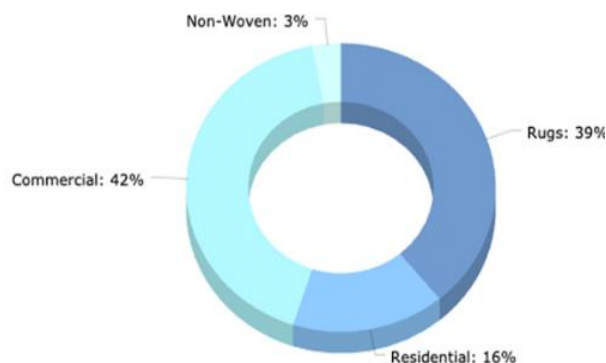
2.3 Description des produits et services

Sur base des éléments explicités, on peut diviser les services de Balta en quatre différents segments ayant chacun pour but de cibler une clientèle distincte. Au point de vue du premier segment, à savoir celui du tapis, la société domine le marché européen et s'y positionne à la première place, à la seconde place au niveau mondial et est un acteur majeur en Amérique. Elle développe des solutions en matière de tapis tissés à la machine et touffetés pour une utilisation intérieure ou extérieure. Ensuite, pour la partie résidentielle, Balta est le leader du marché européen et se hisse en top position dans le Royaume-Uni. Dans ce segment, les produits sont faits surtout à base de polyamide et polypropylène qui servent à fabriquer des tapis touffetés et tissés de grande largeur. Ces deux premiers segments visent les grands détaillants et grossistes internationaux. Le troisième segment dit commercial dépend des trois grandes marques phares de Balta. En effet, modulyss se positionne à la troisième place en Europe et vise plutôt les architectes et designers. La marque tente de conférer des dalles de moquette d'une grande qualité et tendance dans le recouvrement de sol. La marque Bentley, quant à elle, est leader sur le marché américain et vise aussi les architectes et designers. Elle fabrique des dalles de moquette et de larges moquettes pour des intérieurs commerciaux. La dernière marque dans ce segment, arc edition est leader en Europe et vise une clientèle commerciale. Elle propose des solutions de haute qualité avec de larges carpettes destinées à des environnements commerciaux. Balta se positionne comme acteur moyen dans le segment non tissé en Europe et vise le B2B*. Elle propose des solutions pour ce qui touche les bannières publicitaires, l'isolation et support de tapis (Rapport annuel. 2017).

Revenue per Reporting Segment 2018



Adjusted EBITDA per Reporting Segment 2018

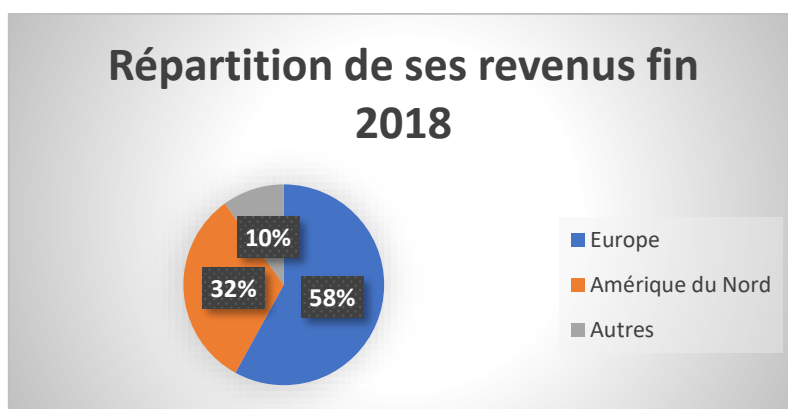


Graphique 4 : Revenus et EBITDA par segment

Source : Données internes de la société

2.4 Localisation géographique

Balta possède actuellement neuf sites de production à travers le monde, à savoir six en Belgique, deux en Turquie et un aux Etats-Unis. Les sites de production belges se focalisent sur les produits pour les quatre segments, tandis que ceux en Turquie se focalisent uniquement sur le segment du tapis et pour terminer, le site de production américain se concentre sur le segment commercial. De plus, ces lieux n'ont pas été choisis au hasard. En effet, la Belgique se trouve au centre de l'Europe et facilite donc la distribution sur le continent. La Turquie est connue pour sa main-d'œuvre de haute qualité à un prix compétitif. Enfin, le choix s'est porté sur les Etats-Unis suite à son acquisition en 2017 de la marque Bentley afin de pouvoir y développer au mieux ses activités. La société compte actuellement douze showrooms qui sont répartis essentiellement en Belgique avec quatre sites, six aux Etats-Unis, un à Paris et un à Londres. La répartition de ses revenus fin 2018, en fonction des zones géographiques, se répartit comme suit :



Graphique 5 : Répartition des revenus

Source : Zonebourse, (2019)

2.5 Stratégie de la compagnie

2.5.1 Renforcer sa position de leader sur les principaux segments

La compagnie veut se concentrer sur le développement et le lancement de nouvelles innovations car il s'agit du chemin le plus profitable pour augmenter les ventes ainsi que ses marges. Balta souhaite aussi investir dans sa portée et sa capacité de vente.

En 2018, dans le domaine du tapis, la société s'est diversifiée aux Etats-Unis avec de nouveaux clients et une croissance dans les tapis d'intérieur et le e-commerce. Pour répondre à la

croissance grandissante du e-commerce, une équipe d'experts a même été engagée et un nouvel entrepôt en Géorgie a vu le jour, dédié exclusivement à cette branche. Pour le segment commercial, du côté américain, les résultats en 2018 ont été très performants. Ceux-ci peuvent être attribués aux investissements faits dans le domaine des ventes et à de nouveaux produits innovants. En revanche, au niveau européen, les résultats ont été décevants. Il a donc été décidé de mettre sur pied une politique de vente ciblée dans cette région et d'y ajouter des showrooms. Du côté du segment résidentiel, étant donné une pression grandissante sur les volumes, la société a décidé d'augmenter sa proportion des revenus grâce à une marge relativement plus importante sur les produits de grande largeur. En 2018, ce type de produits représentait 33% des ventes dans ce segment. Ceci a contribué à ne pas trop ressentir l'effet négatif dû à la diminution des volumes de ventes. De plus, l'incertitude concernant le Brexit a impacté la confiance des consommateurs et a entraîné des perturbations dans le domaine de l'immobilier et une faible fréquentation dans le secteur du détail. La tendance risque de persister en 2019 mais devrait se normaliser à moyen terme. Balta travaille aussi afin d'améliorer l'efficacité de ses coûts et son service dans ce marché.

2.5.2 Mettre l'accent sur l'excellence commerciale et opérationnelle

Pour gagner des parts de marché à l'heure actuelle, le bon produit ne suffit plus. Il faut viser plus haut. C'est pour cette raison que la société a décidé de mettre l'accent sur l'excellence commerciale. Une équipe a été expressément créée afin de revoir et optimiser le processus de vente. En utilisant un outil de gestion de relation clients et une approche plus structurée par segmentation du marché, la société tente d'améliorer l'efficacité de sa force de vente. Concernant l'excellence opérationnelle, il est essentiel d'automatiser le procédé de production afin de diminuer les coûts manufacturiers.

2.5.3 Recherche sélective d'opportunités d'acquisitions complémentaires

Au niveau du ratio actuel des dettes sur fonds propres, la société veut d'abord se focaliser sur son désendettement avant de continuer l'évaluation de potentielles acquisitions qui pourraient être attractives pour les actionnaires. En 2018, un investissement a été effectué dans la marque « Papilio tapis », fabricant de tapis innovants faits main et de composants naturels. Cela a permis à Balta d'élargir son offre de produits dans sa marque balta home et de s'installer dans une niche grandissante dans le segment du tapis.

2.6 Programme NEXT

À la suite d'une année 2018 difficile et au licenciement de son CEO*, Balta a décidé de lancer un programme appelé NEXT qui a pour but de fournir une amélioration globale des revenus sur un horizon de trois ans. Celui-ci se concentre principalement sur trois points : délivrer une croissance durable, améliorer son excellence commerciale et augmenter sa compétitivité en matière de coûts.

2.6.1 Délivrer une croissance durable

Afin de devenir le meilleur partenaire pour les clients e-commerce existants et futurs, de nombreux investissements ont été effectués dans la logistique, les procédés de production et la formation des employés. De plus, des moyens financiers ont été injectés dans des actifs digitaux (photos, vidéos de haute qualité) afin d'améliorer les ventes et générer du trafic sur son site web. Balta cible aussi de nouveaux canaux de vente pour constamment rafraîchir et développer de nouveaux produits. C'est notamment pour cette raison qu'elle a investi dans « Papilio tapis ». Enfin, spécialement en Europe, afin de se rapprocher de la communauté des architectes et designers, la compagnie à l'ambition de construire une force de vente spécifique et d'ajouter des showrooms.

2.6.2 Améliorer son excellence commerciale

La tendance de l'inflation des coûts à l'échelle de l'industrie pour les matières premières, l'énergie et les coûts de transport ont fortement impacté les bénéfices de la société ces deux dernières années. Cependant, Balta n'a pas toujours su faire face et augmenter son prix en conséquence, voire le faire dans les temps. C'est pour cette raison qu'il est nécessaire de travailler arduement sur les prix et les coûts. Un projet à l'échelle du groupe a été lancé afin d'augmenter sa force de vente et de créer des actions commerciales qui permettront d'identifier le potentiel de ses clients et leurs différents business. Une attention particulière sera toujours portée sur la tarification basée sur les coûts et la valeur pour augmenter la marge sur les produits.

2.6.3 Augmenter sa compétitivité en matière de coûts

Plusieurs projets Lean* ont été lancés à travers ses usines depuis peu et ont pour but de passer en revue le processus de fabrication et d'améliorer le fond de roulement. De plus, un projet

de contrôle de planning sur les ventes et les opérations a aussi été lancé afin d'améliorer la gestion de l'inventaire.

2.7 Corporate Governance

La valeur comptable du capital-actions de la compagnie s'élève à 260.589.621 euros en date du 20 mai 2019, ce qui est légèrement plus élevé par rapport aux deux dernières années (252.950.000 euros) et a en circulation 35.943.396 actions sans valeur nominale avec chacune un droit de vote depuis son introduction en bourse. En 2019, le conseil d'administration a décidé de ne pas distribuer de dividendes du fait des derniers investissements réalisés par Balta afin d'améliorer la croissance ainsi que ses coûts et son ratio dettes/EBITDA qui excédait 3.0 x en 2018. Le conseil d'administration se compose de 8 membres.

2.8 Responsabilité sociétale

La société suit avec intérêt aussi le grand challenge que connaît le monde à l'heure actuelle du point de vue des objectifs de développement durable. Balta a créé une stratégie durable basée sur trois points clés : la planète, les personnes, la prospérité ceci afin de marquer de son empreinte l'évolution actuelle. L'objectif de cette stratégie est de gérer les opportunités futures et les risques que cela pourrait engendrer afin d'établir une politique durable ainsi que façonner ses objectifs et cibles.

2.8.1 Planète

Balta fait un effort considérable et réalise de nombreux investissements pour réduire son impact sur l'environnement. La société veut créer de la valeur pour ses parties prenantes tout en développant sa réputation d'acteur sensible à l'environnement. En effet, elle a diminué son empreinte environnementale dans le segment résidentiel en 2018 avec une dépense de restructuration de 4,2 millions d'euros. De plus, la société fournit et utilise des produits avec un label écologique pour l'aider à faire des choix plus durables à long terme. Elle contrôle aussi son impact CO_2 sur la planète en limitant la pollution de son processus de production et en réduisant sa consommation de ressources naturelles. Du point de vue de son gaspillage, Balta jette quasiment zéro déchet de production à la décharge et recycle au maximum. C'est le cas par exemple des déchets issus de l'extrusion de fil de leurs produits finis pour la division non

tissés. Elle possède des accords énergétiques avec le gouvernement flamand pour réduire ses émissions CO_2 .

2.8.2 Personnel

Balta se donne un point d'honneur à offrir à ses employés un environnement de travail sécurisant, motivant et récompensant. En effet, ses employés sont des atouts essentiels dans la réalisation de sa stratégie d'entreprise. Ne pas en tenir compte pourrait faire apparaître des risques de faible motivation de la part des employés, une incapacité à attirer de la main-d'œuvre et la fuite des meilleurs talents. La société s'attarde notamment sur quelques points comme un code de conduite déontologique, un climat de travail ouvert et à l'écoute du personnel, sa responsabilité sociétale, la santé et la sécurité de ses employés.

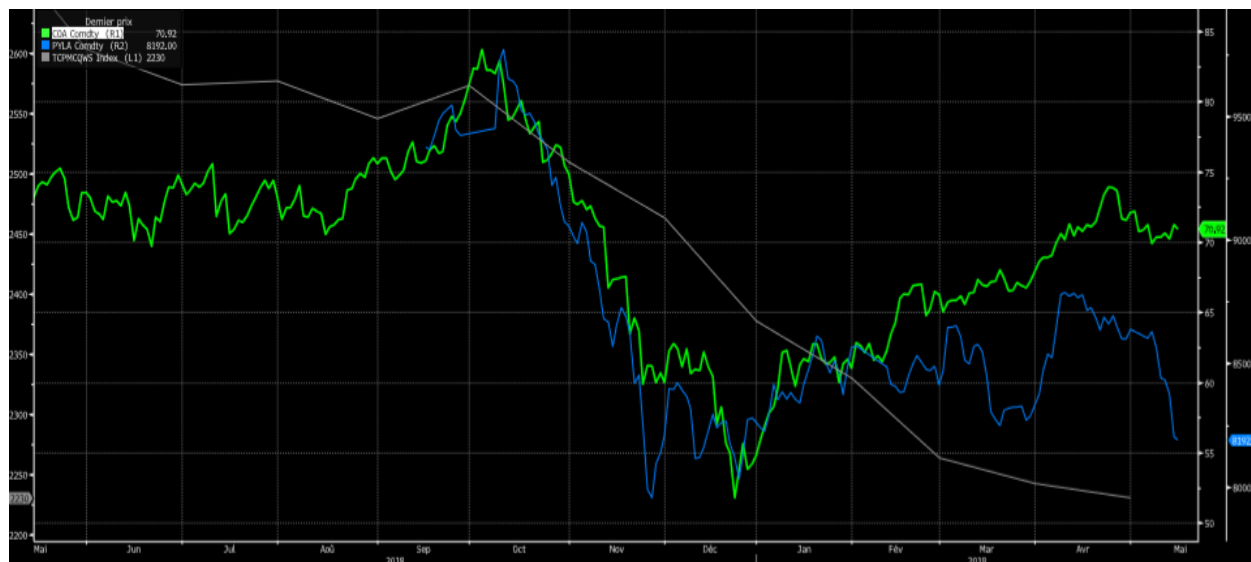
2.8.3 Prospérité

La satisfaction de ses clients et fournisseurs est souvent déterminée par la croissance de son business mais aussi par sa longue relation durable qu'elle a pu développer. Balta s'engage, aujourd'hui, à créer un business responsable à long terme bénéfique pour toutes les parties prenantes. Les plaintes, les régulations et lois font l'objet d'une attention particulière de la part de la société afin de croître sans soucis et de délivrer un maximum d'avantages à ses collaborateurs.

2.9 Vue d'ensemble de l'industrie

Balta est active dans le secteur de recouvrement de sol qui peut être décrit comme toute couche de matériaux de finition appliquée sur une structure de sol afin de fournir un revêtement permanent. Ce dernier peut être divisé selon trois types : résilient, non-résilient et souple. La société a décidé de s'orienter exclusivement vers le dernier type en développant des solutions textiles. Il faut savoir que le recouvrement de sol textile est fortement corrélé par les activités de construction et de rénovation (Transparency Market Research, 2018) qui par conséquent le fait rentrer dans la catégorie de produits de consommation discrétionnaire. Les moteurs de la demande de ce secteur peuvent être attribuables à la confiance des consommateurs, la conjoncture économique avec la croissance ou encore la démographie (Zonebourse, 2019 et rapport ING, 2017). Une des grandes menaces dans ce secteur est l'exposition de ces sociétés pour leurs matières premières par rapport au pétrole. Il est donc

nécessaire d'analyser les matériaux utilisés pour élaborer ce type de revêtement qui sont principalement les résines polyamides, le polypropylène et le fil. Les deux premiers matériaux ont tendance à suivre le prix du pétrole comme le montre ce graphique :



Graphique 6 : Variation du prix des matières premières

Source : Bloomberg

Légende :
 CON9 Comdty (BRENT CRUDE FUTR Jul19)
 PYLU9 Comdty (Polypropylene Sep19)
 TCPMCQWS Index (Polyamide Resin 6 Engineering Resin - virgin - DEL (West Europe

Une nette corrélation peut être constatée entre le prix du pétrole Brent en vert et les contrats « futures » européens sur le polypropylène en bleu. Concernant les résines polyamides en blanc, ces dernières suivent également le Brent avec, néanmoins, un léger décalage. Pour ce qui est de la demande en fil, Balta a décidé de produire, elle-même, son besoin en cette matière. Selon les différentes recherches que j'ai effectuées, le secteur de recouvrement de sol devrait croître dans les années à venir d'environ 6% CAGR (Transparency Market Research, 2018) et la demande en textile devrait quant à elle augmenter de plus de 4% à partir de 2021 (Lucintel, 2016 et Freedonia, 2017). D'un point de vue géographique, l'Asie-Pacifique et l'Europe dominent de loin ce marché suivis par l'Amérique du Nord, par l'Afrique et le Moyen-Orient et pour finir l'Amérique latine. En terme de valeur, le secteur devrait représenter en 2026 plus de 450 milliards de dollars et les régions où le marché croîtra de manière significative dans le futur, sont l'Amérique du Nord, l'Europe et l'Asie-Pacifique (Transparency Market Research, 2018). Pour conclure, une analyse SWOT de la société Balta par rapport à son domaine d'activité a été développée et figure dans les annexes.

2.9.1 Pairs

- Mohawk Industrie : la société est le premier fabricant mondial de revêtement de sol qui dépend cependant fortement du marché américain représentant plus de 61% de ses ventes. L'Europe représente 26%, la Russie 4% et le reste du monde 9%. La compagnie développe des solutions textiles avec des tapis et moquettes, non résilientes avec des carrelages en céramique et résilientes avec du vinyle et des recouvrements en bois. Les segments ciblés sont le résidentiel et le commercial. En 2018, elle a dégagé un REBITDA* de 1,7 milliards de dollars et 10 milliards de ventes. De plus, Mohawk Industrie est très active en matière de fusion-acquisition.
- Tarkett : Tarkett est un acteur majeur dans le secteur de recouvrement de sol. La société vend des produits à base de vinyle, linoléum, stratifié et est aussi dans une moindre mesure présente dans le recouvrement textile avec les tapis. La compagnie est numéro un mondial en matière de vinyle et gazon artificiel. Les segments cibles sont le résidentiel et le commercial. Les revenus sont générés principalement en EMEA* 35%, Amérique du Nord 45% et Amérique latine 20%.
- Interface : la société est un leader global dans les dalles de tapis et est basé aux Etats-Unis. Elle propose des solutions en matière de recouvrement de sol résilient et textile. Ses revenus s'élevaient en 2018 à plus d'un milliard de dollars et sont répartis de la sorte : 58% en Amérique du Nord, 27% en Europe et 15% en Asie-Pacifique. L'année dernière, elle a acquis la société Nora Holding GmbH, leader de revêtement en caoutchouc. Ses clients sont principalement des entreprises de bureau. Interface cible les bâtiments hospitaliers, écoles et espaces publics qui peuvent être associés au segment commercial.
- Victoria Carpet : la société est spécialisée dans la moquette avec ses produits touffetés. Elle est basée en Angleterre et jouit d'une très bonne réputation. Elle cible le segment résidentiel et commercial. Victoria Carpet est le plus grand fabricant de tapis au Royaume-Uni et se situe à la deuxième place en Australie. Elle est également présente sur le continent européen. Ses revenus ont augmenté de 29% en 2018 dont 80% proviennent d'Europe et du Royaume-Uni, les 20% restant viennent d'Australie.
- Oriental Weavers : il s'agit du plus grand fabricant au monde du tapis fait à la machine. La société est basée en Egypte et est un acteur reconnu dans le recouvrement de sol

textile. Elle cible le segment résidentiel et le segment commercial. 34% de ses revenus proviennent du marché national et 66% de l'international essentiellement d'Amérique, de Chine et d'Europe.

Pairs	Beta	Beta Ajusté	Beta Unlevered	Dettes (en millions)	Capitaux propres (en millions)	Valeur entreprise (en millions)	D/CP	D/V	CP/V
Mohawk	1.038	1.025	0.806	2,880.38	8,394.04	11,174.42	0.343	0.256	0.744
Tarkett	0.976	0.984	0.665	849.3	1,187.8	2,037.1	0.715	0.417	0.583
Interface	1.109	1.073	0.724	546.90	894.44	1,441.34	0.611	0.379	0.621
Victoria Carpet	0.481	0.654	0.413	479.36	654.94	1,134.3	0.73	0.423	0.577
Oriental Weavers	0.801	0.868	0.615	143.9	271	414.9	0.53	0.347	0.653
Moyenne			0.703				0.586	0.364	0.636
Balta	0.700	0.800	0.290	277.1	118.43	395.93	2.34	0.700	0.300

Tableau 4 : Structure financière des pairs au 17 avril 2019

Source : Bloomberg

- le Beta ou beta historique mesure l'exposition d'une compagnie au risque du marché
- le Beta ajusté se base sur le Beta mais avec l'idée que ce dernier tendra vers la moyenne de marché à terme
- le Beta unlevered mesure le risque de marché de l'entreprise en excluant l'impact de la dette. En d'autres termes, il mesure comment les fonds propres de la compagnie contribuent à son profil de risque. La grande différence obtenue entre Balta et ses pairs, et de ses autres betas (historique et ajusté) provient du fait de la faiblesse de ses fonds propres par rapport à ses dettes (D).
- la valeur de l'entreprise (V) est la somme de sa dette et de ses capitaux propres (CP).
- le Beta unlevered de Victoria Carpet n'a pas été pris en compte dans le calcul de la moyenne.

2.10 Avantages comparatifs

L'industrie du recouvrement de sol est assez fragmentée avec peu d'acteurs globaux et beaucoup de sociétés régionales. Les grands acteurs profitent de l'économie d'échelle et ont un grand réseau de distribution. De plus, ils sont mieux positionnés pour ce qui est de produits innovants et de compétitions sur les coûts.

2.10.1 Intégration verticale

Balta produit par exemple une grande partie de son propre besoin en fil, ce qui lui permet de réduire ses coûts de production. La société tente au maximum d'utiliser cette intégration afin d'avoir un avantage sur ses coûts par rapport à ses concurrents.

2.10.2 Economie d'échelle et faible coût manufacturier

La société a installé plusieurs bases de production en Turquie. Cette dernière est renommée pour délivrer un service de haute qualité dans le domaine textile associé à une main-d'œuvre bon marché. La société attache également énormément d'importance à l'automatisation de ses processus de production afin de réduire ses coûts ainsi que d'améliorer les synergies potentielles entre les différentes régions d'un même segment.

2.10.3 Innovation

La compagnie améliore chaque année sa gamme de produits en essayant d'être à la pointe de l'innovation dans son secteur et en investissant grandement dans le domaine de la recherche et du développement. En 2018, elle a notamment investi dans l'e-commerce, par le biais d'actifs digitaux, qui jouera un rôle important dans le secteur dans les prochaines années.

2.10.4 Relation avec les parties prenantes

La société tente, depuis ses débuts, de garder une relation durable et de confiance que ce soit avec ses fournisseurs ou ses clients.

2.11 Evaluation

Mon évaluation de l'action Balta arrive à un prix cible de 6.10€. Ce dernier est obtenu grâce à une pondération de 60% pour la méthode des multiples via le ratio valeur de l'entreprise sur l'EBITDA de sociétés comparables avec un prix de 4.19€. Les 40% restants sont attribuables à la méthode des discounted cash-flows, par laquelle, avec un facteur d'actualisation considéré en milieu d'année, un prix de 8.95€ est ainsi obtenu. L'attribution de la pondération de chaque méthode qui sera remise en cause dans l'analyse de sensibilité, a été faite en tenant compte que sa récente introduction en bourse pouvait lui faire subir une décote par rapport à ses pairs et également du fait que le poids de sa valeur résiduelle représente un plus de 80% des cash-flows de l'entreprise, ce qui est assez conséquent.

2.11.1 Valeur résiduelle

La méthode des DCF a été utilisée car il s'agit de la méthode la plus commune pour se faire une idée claire et précise de la valeur du capital des actionnaires. Cette méthode consiste en un modèle de croissance à deux étapes. La première se base sur des années spécifiques

jusqu'en 2024 et la seconde phase tient compte d'une croissance constante de 1.35% (l'obtention de ce chiffre est expliquée en détail dans la prochaine section) dans un modèle de croissance à perpétuité. Le prix obtenu par cette méthode donne un prix de 8.95€ avec un poids pour la valeur résiduelle de 80%, ce qui est élevé. Dès lors, j'ai appliqué la méthode des exit multiples pour voir si cette pondération allait diminuer. Cette méthode sert à calculer la valeur restante des free cash flows de la compagnie après la période de projection sur base du dernier EBITDA obtenu (dans ce cas-ci, 2024). L'exit multiple est généralement basé sur le multiple actuel du secteur (Petitjean, 2018). En me basant sur l'EV/EBITDA de mes pairs, la valeur obtenue est 7.89 ce qui est la moyenne sans Victoria PLC car son multiple est anormalement élevé cette année (plus du double de la plupart de ses pairs) dû à une augmentation de sa dette à 255 millions par rapport à 88 millions l'année précédente ce qui impacte positivement sa valeur d'entreprise. En appliquant celle-ci, la valeur résiduelle actualisée est de 726,270 milliers d'euros avec un poids de 83% et donne un prix de 10.79€. Le choix se portera donc sur le prix obtenu par le modèle de croissance à perpétuité qui paraît plus pertinent au vu des paramètres.

Modèle (en milliers) :	Croissance à perpétuité	Exit multiple
VA FCF :	107,568	107,568
VA valeur résiduelle :	635,460	726,270
Exit multiple :	-	7.89
Valeur pour les actionnaires :	321,668	387,959
Actions en circulation :	35,943	35,943
Prix évaluation DCF :	8.95	10.79
Poids valeur résiduelle :	81%	83%

Tableau 5 : Evaluation par la méthode des DCF

Source : Analyse personnelle

2.11.2 Valeur de la croissance résiduelle

Les revenus de la société Balta proviennent principalement de l'Europe (58%) et des Etats-Unis (32%). Je me suis donc basé sur les prévisions du produit intérieur brut de ces deux régions afin d'obtenir un taux de croissance adéquat. Pour l'Europe, j'ai choisi un taux de 1.3% (International Monetary Fund, 2019) avec les incertitudes liées au Brexit et pour l'Amérique, le taux est de 1.85% (Knoema, 2019). Après pondération, la valeur de la croissance résiduelle est de 1.35%.

2.11.3 Coûts des fonds propres et de la dette

Le Capital Asset Pricing Model* a servi de base dans cette section. Concernant le taux sans risque, l'obligation allemande sur 10 ans était la référence avec un taux de 0.12% au 17 avril 2019. Le Beta de la société Balta a été choisi grâce à Bloomberg. En effet, je me suis basé sur le Beta ajusté de 0.80 qui est une estimation tenant compte des données historiques de la compagnie mais avec l'hypothèse que le véritable Beta évoluera vers la moyenne de marché à savoir de 1 au cours du temps. La formule est basée sur cette équation :

$$Beta\ ajusté = (0.67) * Beta\ brut + (0.33) * 1.0$$

La prime de risque de marché en Belgique car la société est cotée sur l'Euronext Bruxelles, est de 7.51% (Expert Circle on Business Valuation, 2019). Ce chiffre a été obtenu en prenant la moyenne des primes de risques du marché des deux derniers mois étant donné le regain d'incertitude du marché. A cela vient s'ajouter la prime pour la faible taille de l'entreprise qui est de 0.90% (KPMG, 2017) car selon une étude réalisée en 2016 sur des entreprises de taille inférieure à la moyenne, celles-ci sont sujettes à un écart de risque plus important que les larges capitalisations en matière de défaut et d'optimisme (Fairness Finance, 2016). Ceci nous donne un coût de 7.03% pour les fonds propres.

Etant donné la période de redressement que connaît Balta actuellement, je me suis basé sur l'Interest Coverage ratio* de la société qui se situe à 1.5 ainsi que le rating des obligations de la société. Ce ratio permet de déterminer la facilité qu'a la société à payer ses dépenses en intérêts. Il s'obtient en divisant l'EBIT par les dépenses en intérêts de la société durant la même année. Cette approche permet, grâce aux notations de S&P, Moody's et Fitch de trouver un écart de rendement par rapport au taux sans risque. Pour trouver le coût de la dette d'une société, il faut prendre cet écart de rendement et ajouter le taux sans risque de 0.12% (Corporate Finance Institute, 2019). Selon Damodaran, (2019) une société de moins de 5 milliards de capitalisation boursière, avec un interest coverage ratio de 1.5 et un rating B- qui sont les caractéristiques de la société, possède un default spread* de 6.60%. A noter que la structure financière cible calculée d'après le coût de la dette et des fonds propres se fait à partir des valeurs de marchés de ces deux paramètres (Mondher, s.d.). Le taux d'imposition utilisé est de 25% (Boone, 2017) suivant la nouvelle législation sur l'impôt des sociétés entrant en vigueur à partir de 2020 et aux estimations de la compagnie avec un taux de taxe effective

future qui se situerait entre 25% et 27%, d'après eux. En combinant toutes ces informations, j'arrive à un weighted average cost of capital* de 5.8% avec une structure de capital de 40/60.

$$\text{Weighted average cost} = 0.40 * 7.03\% + 0.60 * (1 - 25\%) * 6.72\%$$

Taux sans risque :	0.12%
Beta :	0.8
Prime de risque du marché :	7.51%
Prime de risque petites entreprises :	0.90%
CAPM (<i>Risk free + beta * market risk premium + risk small caps</i>) :	7.03%

Tableau 6 : Coût des fonds propres

Source taux sans risque et Beta : Bloomberg, Source prime de risque du marché : (For all it's worth | KPMG Valuation Practices Survey 2017, (2017)), Source prime de risque petites entreprises : (Implied Market-risk-premia (IMRP) : Belgium, (2019))

Coût de la dette à long terme :	6.60%
Taux sans risque :	0.12%
Coût de la dette avant impôt :	6.72%
Taux d'imposition :	25%

Tableau 7 : Coût de la dette

Source coût de la dette à long terme : Damodaran,(2019), Source taux sans risque : Bloomberg, Source taux d'imposition : Boone, (2017)

2.11.4 Evaluation relative : analyse des pairs

Le multiple utilisé comme base de comparaison est l'EV/EBITDA. Il s'agit, comme développé en introduction dans la partie littérature, d'un indicateur pertinent et très utilisé par les analystes financiers (83%) selon Bancel et Mittoo (2013) et qui est applicable et judicieux à analyser par rapport à ses pairs. En effet, ce multiple permet de valoriser le cycle économique de l'entreprise en mesurant la valeur de l'entreprise par rapport à son bénéfice. Le groupe des pairs a été choisi en fonction de la zone géographique de leurs activités, de leur importance dans le secteur de recouvrement de sol et des produits développés. Il faut noter qu'il s'agit d'un secteur fort fragmenté avec beaucoup d'acteurs régionaux. Avec l'analyse des pairs qui s'est faite sur un horizon de 1 an, le prix est de 4.19€. L'EV/EBITDA de Balta avait un discount* d'environ 68% les années précédentes et a été pris en considération dans l'analyse (le détail est expliqué dans l'annexe prix par la méthode des comparables).

En millions (taux de change du 17 avril 2019)	Balta	Mohawk	Tarkett	Interface	Victoria PLC	Oriental Weavers
EV/EBITDA (avec discount) :	5.56	7.17	8.21	9.38	18.73	6.82
EBITDA 2018 :	72.353	1,500	249	153.12	74.405	51.561
Valeur de l'entreprise :	401.98	11,742.42	2,037.1	1,441.34	1,134.3	414.9
Actions en circulation :	35.943	79.770	63.722	59.987	125.398	450.000
Prix évaluation relative :	4.19€					
Poids évaluation relative :	60%					

Tableau 8 : Evaluation relative

Source : Bloomberg et analyse personnelle

2.12 Analyse financière

Avant de passer à l'analyse financière des résultats qui est à la base de la méthode des DCF, il est primordial d'expliquer les hypothèses à l'origine de cette méthode. La robustesse des hypothèses énumérées ci-après sera débattue dans la partie 2.13 « analyse de sensibilité » pour comprendre les risques inhérents au modèle.

2.12.1 Hypothèses comptables

Le point de départ de ce travail est les revenus qui, dans le modèle développé, devraient suivre les prévisions de marchés trouvées sur les différents sites internet. Un autre point à la base de l'augmentation des revenus est qu'un accord sur le Brexit sera conclu entre le Royaume-Uni avec l'Europe et permettra donc d'avoir une croissance du produit intérieur brut européen et anglais conforme aux prévisions.

La mise en place du programme de restructuration en 2018 a pour but de relancer la société en diminuant notamment ses coûts, ce qui s'est traduit dans mes hypothèses, par une diminution des coûts de charges de personnel pendant une période de trois ans et une diminution de son inventaire au fil du temps.

Un autre élément important est le coût des matières premières avec la fluctuation du prix du pétrole. Suivant les prévisions d'un baril à 80\$, le modèle est basé sur les dépenses de cette catégorie en 2018 car cette année-là, le prix du pétrole a oscillé régulièrement entre 75\$ et 85\$ pendant plus d'une demi-année. Ensuite, étant donné une croissance des revenus, les matières premières ont suivi également celle-ci sur la période d'évaluation.

L'innovation est essentielle dans ce secteur, c'est pourquoi 1% des revenus a été alloué chaque année pour les dépenses en recherche et développement qui est compris dans la

catégorie autres dépenses. Les Capex* ont été également calculés en fonction de la croissance des revenus et en tenant compte de la proportion des actifs tangibles et intangibles par rapport aux actifs fixes. Le dernier point variant en fonction des revenus est le working capital* car ce dernier peut avoir une influence sur les dettes chez les fournisseurs et les créances commerciales.

2.12.2 Hypothèses financières

Durant ma période d'évaluation de six ans, deux dettes de la société arriveront à échéance en 2020 et 2022. Ceci a pour conséquence d'éliminer la quasi-totalité des ressources financières provenant de ses dettes. Or, Balta n'a pas les ressources disponibles pour rembourser ces dernières via ses liquidités directement disponibles. Il est, dès lors, judicieux que la société Balta réemprunte via deux dettes l'une à hauteur de 100 millions d'euros en 2020 et l'autre de 160 millions d'euros en 2022 pour le bon fonctionnement de ses activités (remboursements et investissements futurs) afin de réduire progressivement son ratio dettes/fonds propres.

Ensuite, concernant le coût de la dette, la variable prise en considération dans le calcul de celle-ci est son interest coverage ratio et un taux d'imposition de 25% a été utilisé, comme décidé par le gouvernement belge dès 2020.

Pour le choix du beta, ce modèle a été créé à partir du beta ajusté de l'entreprise qui est de 0.80. Le choix de la structure de capital a été fait en tenant compte d'une répartition de 40 pour les fonds propres et 60 pour les dettes. Cette pondération s'est faite à la vue de la situation actuelle car Balta possède plus de 70% de dettes. Cependant, celles-ci devraient progressivement diminuer vu la politique de deleverage* qu'elle veut mettre en place. D'autres possibilités seront testées dans la section analyse de sensibilité afin de mieux comprendre l'influence d'une réduction d'endettement sur le WACC.

2.12.3 Revenus

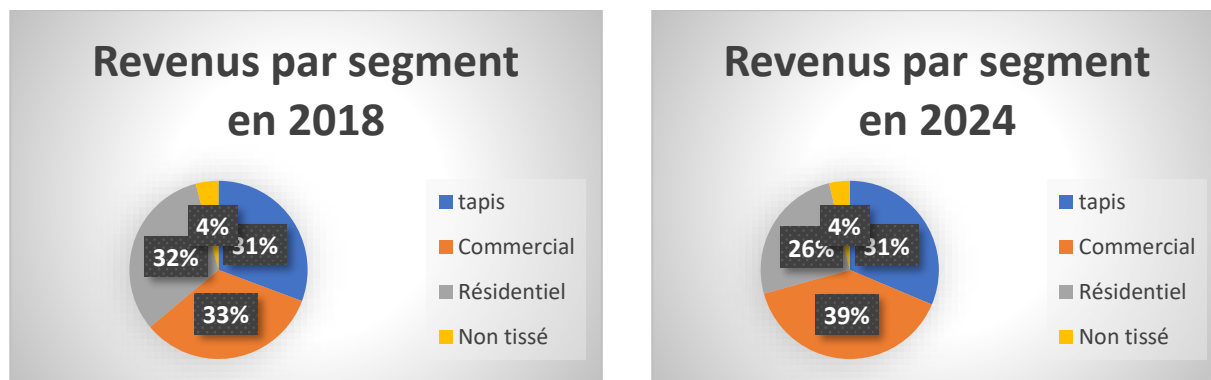
Comme expliqué précédemment, Balta dégagne principalement ses revenus de quatre segments. D'après mes analyses, ceux-ci vont évoluer de manières différentes dans le futur. En effet, le segment tapis qui aujourd'hui représente 31% des revenus de la société devrait croître d'environ 3% CAGR pour atteindre en 2024 une valeur de 237.23 millions. Ces 3% sont attribuables à la croissance de la demande mondiale de tapis et carpettes d'environ 2.6%

(Freedonia, 2017) ainsi qu'aux bienfaits du programme Next dans ce segment (estimation personnelle à 0.5%). Concernant le second segment, à savoir le commercial, ce dernier devrait croître d'environ 6% CAGR grâce, notamment aux divers investissements faits aux Etats-Unis (estimation personnelle à 1.5%) et aux bonnes perspectives d'avenir de ce segment dans cette région avec une perspective d'augmentation de la demande de l'ordre de 4.5% (Transparency Market Research, 2018). Les revenus produits pour 2024 par ce segment devraient atteindre un peu moins de 40% des ventes de la société. Pour ce qui est du troisième segment, le résidentiel, celui-ci va sûrement connaître des temps difficiles vu sa grande exposition au Brexit. En effet, en 2018, il a déjà connu une baisse de 12% par rapport à 2017 et devrait sûrement continuer à baisser en 2019 et 2020 avec le dénouement et les conséquences du Brexit. Ensuite, le segment devrait connaître une croissance assez similaire à celle du PIB européen d'environ 1.5% CAGR pour constituer fin 2024, 23% des revenus de la société. Pour conclure, le dernier segment à savoir le non tissé devrait, quant à lui, ne pas subir de grands changements et représenter, en 2024, encore 4% des revenus.

Revenus en milliers €	Y16	Y17	Y18	E19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Tapis	214,50	228,30	198,30	203,46	208,75	216,05	223,61	230,32	237,23
Commercial	80,00	171,70	214,80	224,47	237,93	252,21	267,34	282,05	297,56
Résidentiel	236,7	234,8	206,3	193,922	182,287	185,021	187,796	190,613	193,472
Non tissé	26,00	26,50	26,7	26,97	27,24	27,51	27,78	28,06	28,34
Revenus consolidés	557,680	661,300	646,197	648,810	656,200	680,790	706,540	731,040	756,610
Variation en % entre l'année précédente :									
Tapis		6.43%	-13.14%	3.0%	3.0%	3.5%	3.5%	3.0%	3.0%
Commercial		114.63%	25.10%	5.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.5%	5.5%
Résidentiel		-0.80%	-12.14%	-6.0%	-6.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Non tissé		1.92%	0.75%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

Tableau 9 : Croissance des revenus par segment

Source : Analyse personnelle

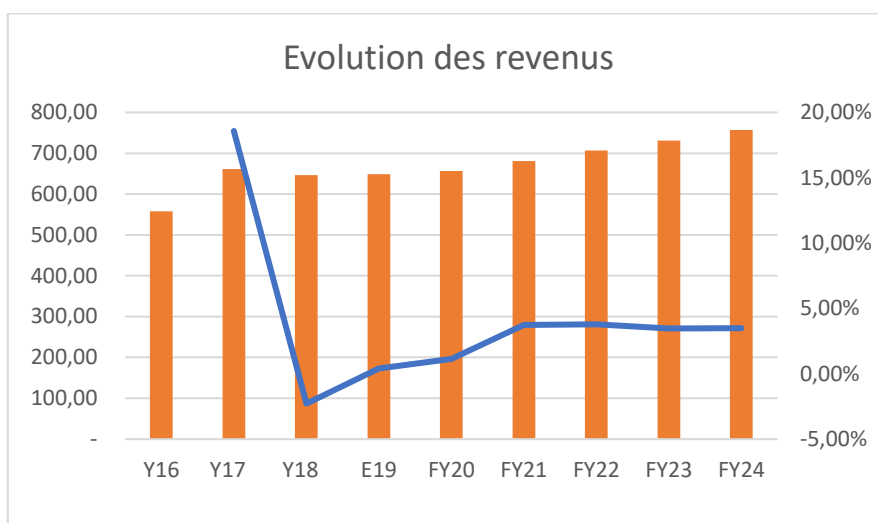


Graphique 7 : Segmentation des revenus

Source : Analyse personnelle

En résumé, avec une croissance de 2017 de plus de 18%, la société a connu en 2018 une baisse de ses revenus d'environ 2%. L'année 2019 devrait être assez similaire à la précédente avec une légère croissance d'à peine 0.40% pour ensuite croître de 1% en 2020 et d'un peu plus de 3% par après.

Evolution des revenus	Y17	Y18	E19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
	18.58%	-2.28%	0.40%	1.14%	3.75%	3.78%	3.47%	3.50%

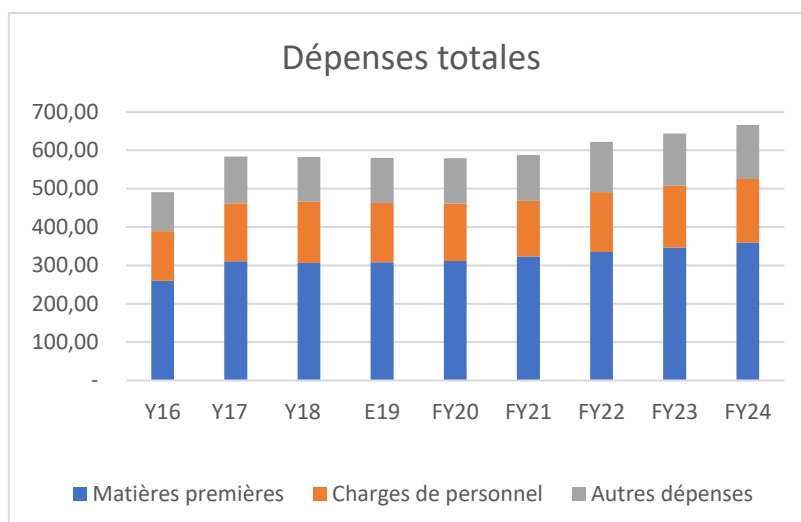


Graphique 8 : Evolution des revenus

Source : Analyse personnelle

2.12.4 Dépenses

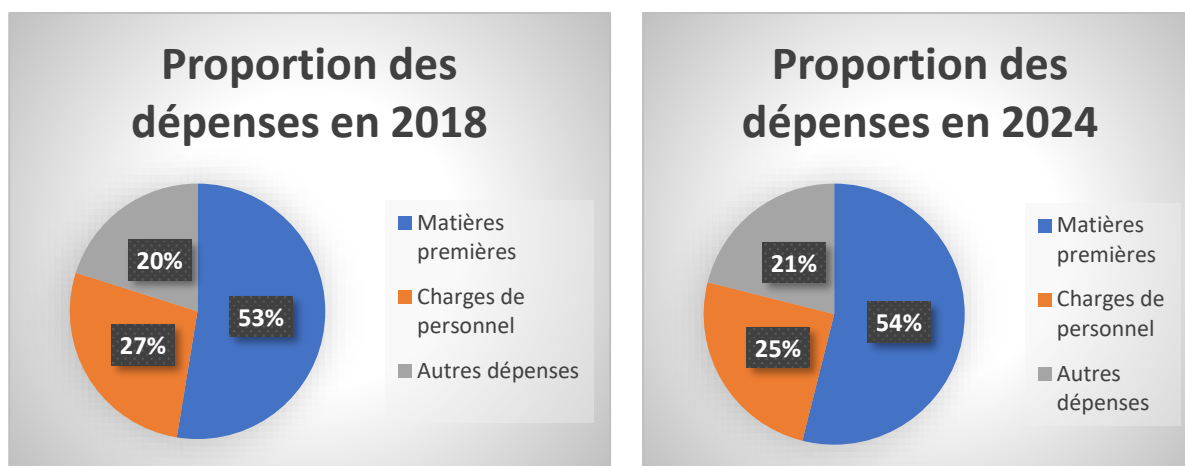
A l'heure actuelle, les dépenses de la société sont divisées en trois grandes catégories : les dépenses en matières premières qui représentent plus de 50% de ses coûts, les dépenses liées aux avantages sociaux et les autres dépenses qui regroupent les frais liés à la recherche et au développement et entre autres l'électricité ou encore les coûts de transports.



Graphique 9 : Répartition des dépenses

Source : Analyse personnelle

La première catégorie, c'est-à-dire les matières premières, va sans doute augmenter vu les prévisions faites sur le prix du pétrole. En effet, ce dernier selon différentes sources, se situerait aux alentours de 80 dollars le baril dans les prochaines années (Agence internationale de l'énergie, 2019). Ceci est la conséquence d'une offre limitée et d'une demande croissante. Cependant, les avancées technologiques devront permettre d'optimiser les techniques de récolte de pétrole et de découvrir de nouveaux gisements. Il faut savoir aussi que la quantification des réserves de pétrole est assez difficile à estimer (Benoit, s.d.). Pour ce qui est de la seconde catégorie, à savoir les avantages sociaux, Balta a lancé en 2018 un plan de restructuration qui va, dans un premier temps, permettre de faire des économies dans cette catégorie via l'automatisation des procédés de production. Après sa période de redressement et au vu de la croissance de ses revenus, la société devra sûrement engager du personnel ce qui induira une augmentation des avantages sociaux. La dernière catégorie, celle des autres dépenses, va rester stable dans un premier temps, grâce aux bénéfices du programme NEXT, pour ensuite croître de façon régulière. Au niveau de la proportion totale des dépenses, les prévisions sont assez similaires à ce que la société connaît aujourd'hui avec une légère augmentation des dépenses en matières premières.

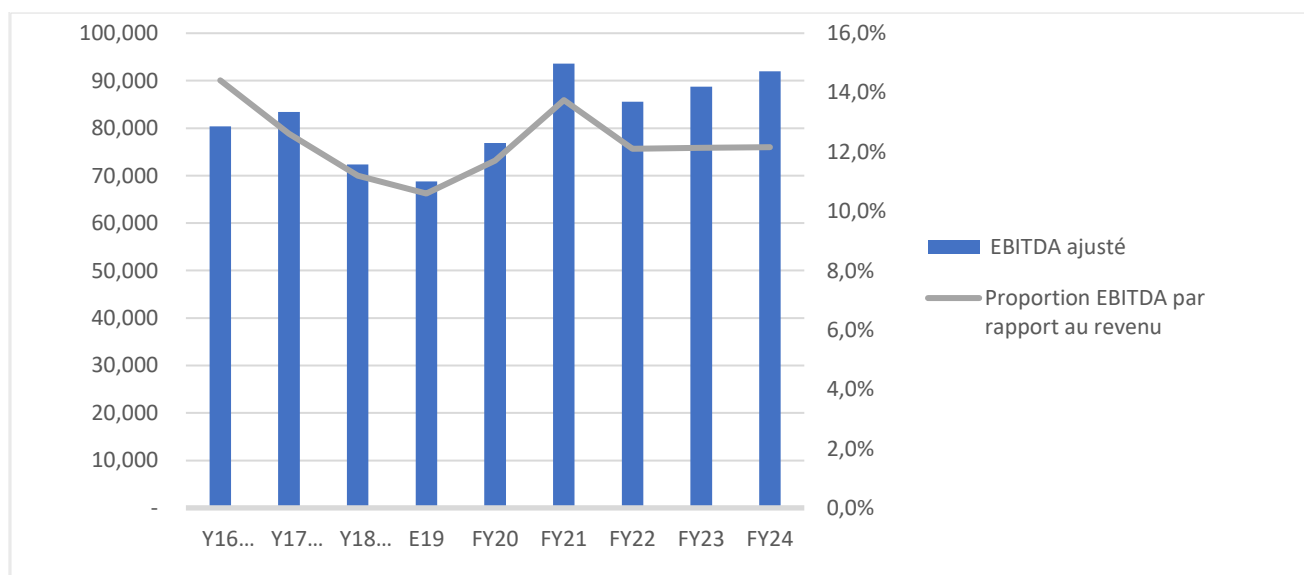


Graphique 10 : Proportion des dépenses

Source : Analyse personnelle

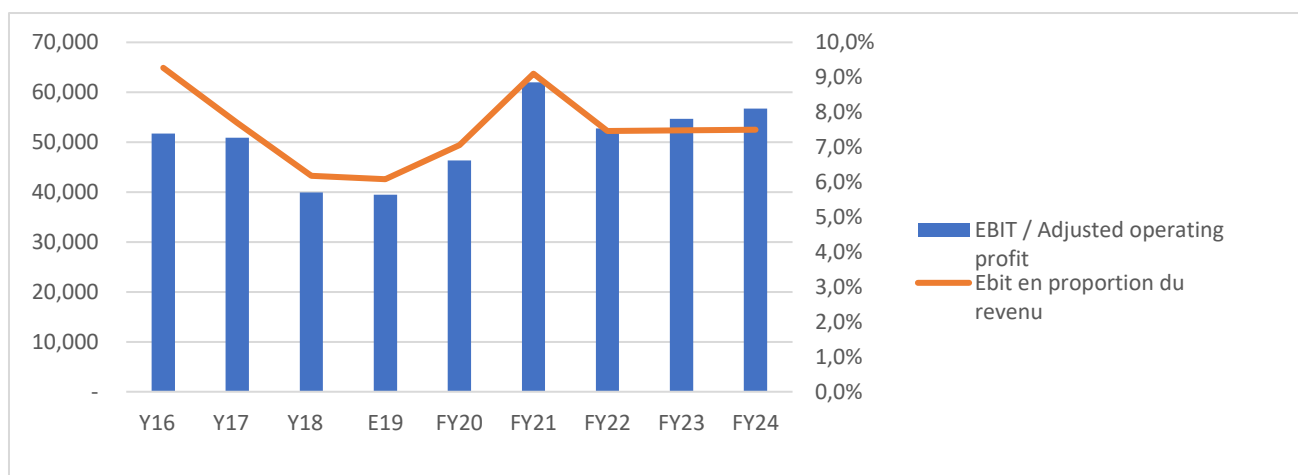
2.12.5 EBITDA et EBIT

Concernant l'EBITDA et l'EBIT, la tendance est assez similaire. Dans un premier temps, une légère stagnation voire une diminution pourra être constatée, pour ensuite laisser place à une croissance jusqu'en 2021 grâce à la mise en place du programme NEXT et des avantages découlant des réductions des coûts. Ensuite en 2022, après la fin du plan de restructuration, les coûts devraient augmenter à nouveau légèrement à cause d'une croissance de sa production et donc impacter négativement l'EBITDA et l'EBIT. La croissance de ces deux mesures devrait être assez constante pour représenter 12% de marge par rapport au revenu total pour l'EBITDA et 7.5% pour l'EBIT au fil des années.



Graphique 11 : Evolution de l'EBITDA

Source : Analyse personnelle

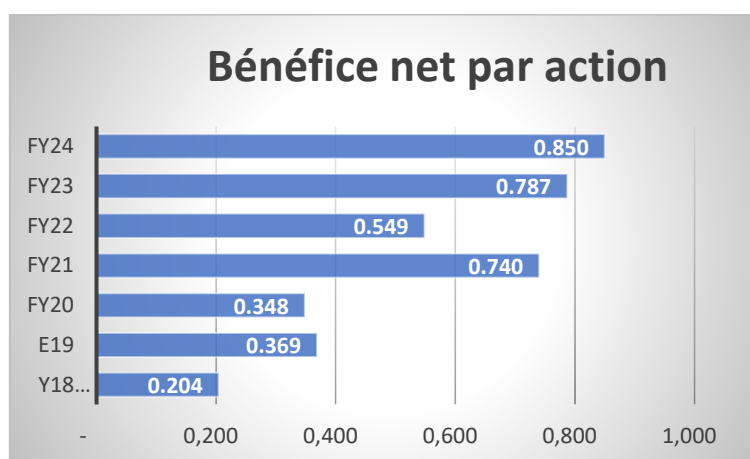


Graphique 12 : Evolution de l'EBIT

Source : Analyse personnelle

2.12.6 Bénéfice par action

Le bénéfice par action devrait quant à lui nettement augmenter entre 2018 et 2024. En effet, ce dernier passerait de 0.204 euros aujourd'hui à 0.850 euros en 2024. Ceci est dû à une augmentation du profit de Balta sur la période d'évaluation. L'année 2021 sera très bonne grâce aux résultats du plan de restructuration qui se fera ressentir à partir de cette année-là. Par après, au vu de la reprise de la société, les coûts des avantages sociaux et frais en recherche et développement vont augmenter ce qui va légèrement réduire le bénéfice par action de 2022 qui par la suite va reprendre sa croissance.



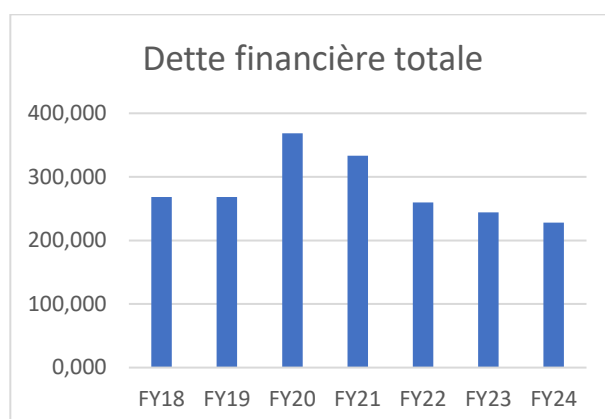
Graphique 13 : BPA

Source : Analyse personnelle

2.12.7 Dette financière

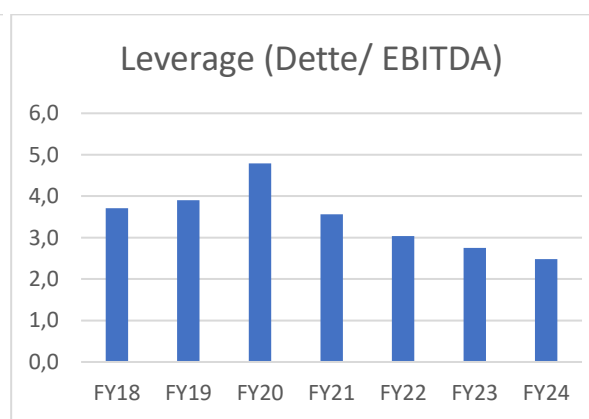
Balta possède aujourd'hui une dette totale qui s'élève à environ 270 millions d'euros ce qui représente 70% de sa structure financière et un leverage* (Dette/EBITDA) de 3.6. Cette

situation n'est pas très saine d'un point de vue financier et également par rapport à ses concurrents où la moyenne se situe à 2.63. La société en est consciente et a décidé de réduire sa dette à partir de l'année 2018. Ceci a impacté sa politique de fusions et acquisitions qui sera mise à l'écart afin de plutôt suivre une stratégie de deleverage. Cependant, Balta pourra recourir à des investissements avec d'autres marques comme elle l'a déjà fait notamment avec « Papilio tapis » en 2018. L'évolution de sa dette va augmenter en 2020 du fait d'un nouvel emprunt obligataire pour une somme de 100 millions d'euros. Cet emprunt aura pour but de rembourser le senior term loan facility* échéant dans l'année et également l'échéance obligataire qui arrivera à terme en 2022 à hauteur de 233.490 millions d'euros. Durant l'année 2022, de manière à pouvoir clôturer le remboursement obligataire et pour la bonne continuité de ses activités, elle devra également emprunter à hauteur de 160 millions d'euros auprès d'une banque. Le leverage de la société devrait passer de 3.6 à 2.5 à la fin de mes prévisions pour se situer à un niveau similaire par rapport à ses concurrents.



Graphique 14 : Dette financière

Source : Analyse personnelle



Graphique 15 : Leverage

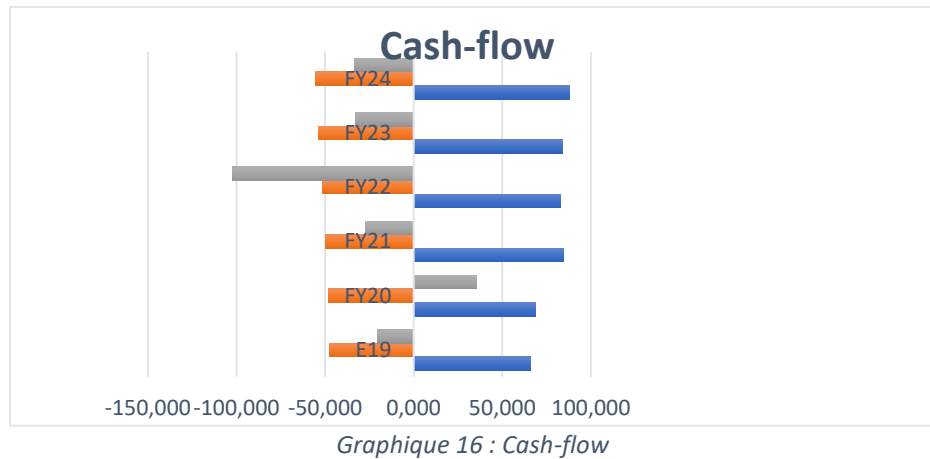
Source : Analyse personnelle

2.12.8 Cash-flow

Au niveau du flux de trésorerie que la société récoltera à la fin de chaque exercice, celui-ci ne sera seulement positif qu'à partir de 2020 et de 2021 (voir annexe projection des cash-flows). Ceci peut être expliqué par le remboursement des différents emprunts de Balta. Ces emprunts ont pour but de relancer la société et un montant de 16 millions d'euros est disponible sur les comptes de Balta afin d'effectuer des investissements. Ensuite, un élément important est que le flux de trésorerie de financement (CFF) sera positif en 2020 avec un nouvel emprunt obligataire dans le but de rembourser sa dette en 2022. Cette dette diminuera fortement le

CFF durant cette même année. Les différentes parties de la projection des cash-flows annuels se répartissent comme suit :

■ Flux de trésorerie de financement (CFF) ■ Flux de trésorerie d'investissement (CFI) ■ Flux de trésorerie d'exploitation (CFO)

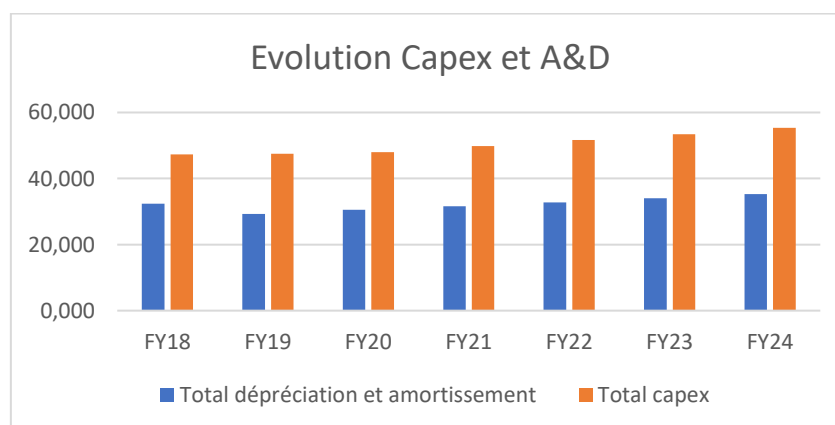


Graphique 16 : Cash-flow

Source : Analyse personnelle

2.12.9 Capex et amortissement & dépréciation

Concernant l'évolution des Capex et de l'amortissement & dépréciation des actifs de la société Balta, ceux-ci ne devraient pas connaître de grands changements et suivre une légère croissance au fil du temps. Proportionnellement aux revenus, les capex représentent 7% et l'amortissement & dépréciation en moyenne 4.6% (voir annexe évaluation par la méthode des DCF). Le financement des Capex se fera en fonction du flux de financement de la compagnie grâce à ses différents emprunts.



Graphique 17 : Evolution des CAPEX et des amortissements & dépréciations

Source : Analyse personnelle

2.13 Analyse de sensibilité

Cette section va permettre de comprendre les risques liés au modèle en faisant évoluer mes hypothèses majeures pour voir l'évolution que cela engendrerait sur ma prévision de prix.

2.13.1 Hypothèses comptables

Le point de départ du modèle est l'évolution des revenus grâce aux différents segments d'activités de la société. Des prévisions ont été faites sur son évolution en fonction des différentes recherches trouvées sur internet surtout dans le segment du tapis et commercial. Il se peut, cependant, que ces prévisions ne se réalisent pas à cause de facteurs macro-économiques comme un ralentissement de la croissance mondiale ou une perte de confiance des consommateurs. Le premier tableau montre une révision des prévisions à la baisse.

Cas 1 : Evolution des segments		E19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	Valeur résiduelle
Tapis	2%							
Commercial	4%							
Résidentiel	1%							
Non tissé	0.50%							
Croissance totale des revenus :		0.22%	0.42%	2.53%	2.55%	2.56%	2.58%	
Revenus (en milliers) :		645,455	646,059	662,388	679,234	699,261	716,209	
Ebitda (en milliers) :		67,017	71,644	84,25	79,287	81,819	83,988	
Free cash flow (en milliers) :		10,770	9,287	24,224	21,111	22,639	24,797	564,759
Prix DCF :		7.07€						
Cas 2 : Evolution des segments		E19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	Valeur résiduelle
Tapis	1%							
Commercial	3%							
Résidentiel	1%							
Non tissé	1%							
Croissance totale des revenus :		-0.11%	-0.25%	1.71%	1.72%	1.73%	1.74%	
Revenus (en milliers) :		645,455	643,847	654,830	666,070	677,574	689,349	
Ebitda (en milliers) :		67,017	70,503	80,375	76,48	78,006	79,553	
Free cash flow (en milliers) :		10,770	8,597	21,878	19,974	21,365	23,416	533,303
Prix DCF :		6.28€						

Tableau 10 : Analyse de sensibilité des prévisions revues à la baisse

Source : Analyse personnelle

Le scénario d'un hard Brexit influencerait l'évolution des revenus globaux à la baisse, surtout dans le segment résidentiel et du tapis, tenant compte qu'actuellement plus de 10% de son EBITDA est couvert par des activités au Royaume-Uni. Le scénario d'un soft Brexit avec application des règles de marché du moment ne devrait pas avoir a priori d'influence.

Cas 3 : Evolution des segments		E19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	Valeur résiduelle
Tapis	2%							
Commercial	5%							
Résidentiel	-4%							
Non tissé	1%							
Croissance totale des revenus :		0.39%	-0.18%	1.48%	1.56%	1.65%	2.70%	
Revenus (en milliers) :		648,744	647,602	657,159	667,436	678,452	696,738	
Ebitda (en milliers) :		68,712	72,408	81,510	76,976	78,451	80,748	
Free cash flow (en milliers) :		11,797	9,750	22,565	20,255	21,646	23,775	541,474
Prix DCF :		6.54€						
Cas 4 : Evolution des segments		E19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	Valeur résiduelle
Tapis	1%							
Commercial	4%							
Résidentiel	-3%							
Non tissé	0.75%							
Croissance totale des revenus :		0.23%	-2.05%	-0.77%	-0.73%	0.11%	0.11%	
Revenus (en milliers) :		647,670	634,393	629,514	624,944	625,602	626,299	
Ebitda (en milliers) :		68,158	65,609	67,395	67,557	67,845	68,129	
Free cash flow (en milliers) :		11,462	5,632	14,018	16,301	17,521	19,388	441,564
Prix DCF :		3.92€						

Tableau 11 : Analyse de sensibilité d'un hard Brexit

Source : Analyse personnelle

Un dernier élément qui pourrait influencer les revenus de la société est un différend commercial confirmé avec les Etats-Unis. En effet, l'Europe n'est pas à l'abri des actions imprévisibles de la présidence américaine actuelle et certainement des réactions du marché à des décisions « hors contextes » économiques. Si cette situation devait avoir lieu, les revenus de la société devraient alors diminuer dans le segment commercial et du tapis principalement.

Cas 5 : Evolution des segments		E19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	Valeur résiduelle
Tapis	2%							
Commercial	4%							
Résidentiel	1.5%							
Non tissé	1%							
Croissance totale des revenus :		0.40%	0.26%	2.54%	2.55%	2.56%	2.57%	
Revenus (en milliers) :		648,811	650,493	666,988	683,983	701,496	719,544	
Ebitda (en milliers) :		68,746	73,897	86,548	80,563	82,823	85,138	
Free cash flow (en milliers) :		11,818	10,965	26,258	22,718	24,598	27,167	618,740
Prix DCF :		8.42€						
Cas 6 : Evolution des segments		E19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	Valeur résiduelle
Tapis	1%							
Commercial	3%							
Résidentiel	1.5%							
Non tissé	1%							
Croissance totale des revenus :		0.40%	-0.40%	1.86%	1.86%	1.87%	1.88%	
Revenus (en milliers) :		648,811	646,214	658,211	670,481	683,031	695,867	
Ebitda (en milliers) :		68,746	71,691	82,065	77,520	79,174	80,852	
Free cash flow (en milliers) :		11,818	9,316	22,901	20,436	21,851	23,927	544,947
Prix DCF :		6.62€						

Tableau 12 : Analyse de sensibilité d'une guerre commerciale

Source : Analyse personnelle

Au niveau des coûts, l'hypothèse majeure du modèle est que les prévisions sur le prix du pétrole à un baril aux alentours de 80\$ s'avère correcte. Dans le cas d'une remise en cause de cette prévision et tenant compte d'une volatilité du prix du baril, il est utile d'anticiper l'impact que cela pourrait avoir sur les dépenses en matières premières de la firme. Une augmentation de 5% dans cette catégorie sur cinq ans, tout en gardant la même stratégie avec une croissance similaire sur les revenus, entrainerait une chute de l'EBITDA pour atteindre un prix grâce à la méthode des DCF via la croissance à perpétuité de 0.29€. Tandis qu'une augmentation supérieure à 5% dans cette catégorie, toute chose étant égale par ailleurs, entrainerait une chute drastique de l'EBITDA et le prix de l'action devrait alors être calculé via l'exit multiple étant donné la faiblesse du free cash flow de 2024. Une augmentation de 9% soit une moyenne de 1.5% par an pendant la période d'évaluation donnerait un prix de 3.74€.

	E19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	Valeur résiduelle
Augmentation de 5%							
Dépenses matières premières (en milliers) :	310,947	317,599	332,676	348,583	364,160	380,535	
Ebitda (en milliers) :	65,680	70,630	83,990	72,246	71,457	70,488	
Ebit (en milliers) :	36,402	40,107	52,351	39,447	37,442	35,221	
Free cash flow (en milliers) :	9,518	7,776	22,677	13,838	12,574	11,774	268,156
Prix DCF :	0.29€						

Tableau 13 : Analyse de sensibilité sur les coûts de matières premières (5%)

Source : Analyse personnelle

	E19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	Valeur résiduelle
Augmentation de 9%							
Dépenses matières premières (en milliers) :	312,480	320,727	337,556	355,385	373,042	391,682	
Ebitda (en milliers) :	64,147	67,501	79,110	65,444	62,574	59,341	
Ebit (en milliers) :	34,868	36,979	47,470	32,645	28,559	24,074	
Free cash flow (en milliers) :	8,368	5,430	19,016	8,736	5,912	3,414	468,203
Prix DCF :	3.74€						

Tableau 14 : Analyse de sensibilité sur les coûts de matières premières (9%)

Source : Analyse personnelle

Si cette augmentation devait avoir lieu dans le futur, la stratégie actuelle de la compagnie serait alors à revoir. Elle pourrait notamment diminuer ses coûts de charges personnel ou encore ses autres dépenses comprenant les frais en recherche et développement et d'entretien de bâtiments afin de pallier cette forte augmentation de coûts en matières premières et de la chute importante de son EBITDA. Une autre éventualité serait d'augmenter ses prix mais il serait opportun de revoir la stratégie mise en place par ses concurrents afin de ne pas perdre des parts de marchés.

2.13.2 Hypothèses financières

Mon choix s'est porté sur le beta ajusté qui me paraissait plus judicieux et plus précis que le beta historique de la société de 0.700. Il peut être utile de comparer le prix obtenu si le beta historique est utilisé comme paramètre. Le prix obtenu par la méthode des DCF est de 10.10€ avec un WACC de 5.5% et un coût des fonds propres diminuant à 6.28%. De plus, mon modèle

est basé sur un taux d'imposition de 25% comme annoncé par le gouvernement dès 2020. Toutefois, à la vue des élections belges et de la formation d'un nouveau gouvernement, il se pourrait que le taux actuel de 33% reste d'application. Si tel devait être le cas, le taux d'imposition effectif de la société serait aux alentours des 30% et donnerait un wacc de 5.6% ainsi qu'un prix de 9.76€, selon les DCF. D'autre part, le coût de la dette de 6.60%, est basé sur l'interest coverage ratio avec la méthode de Damodaran et le rating des obligations de la société. J'ai porté mon choix sur cette technique car, actuellement, la société Balta connaît une période délicate avec un plan de redressement sur trois ans et paie des intérêts de 7.75% sur la majeure partie de sa dette. Cependant, on pourrait appliquer ce taux au modèle pour voir l'impact engendré si Balta n'arrivait pas à se redresser correctement et si ce taux devait être maintenu. Le prix ainsi obtenu, avec un coût de la dette avant impôt de 7.75%, serait de 7.44€ suivant la méthode des DCF.

Paramètres	WACC :	Prix DCF :
Beta historique à 0.70 :	5.5%	10.10€
Taux d'imposition effectif à 30% :	5.6%	9.76€
Coût de la dette à 7.75% :	6.3%	7.44€

Tableau 15 : Analyse de sensibilité sur les paramètres financiers

Source : Analyse personnelle

Une autre analyse peut être apportée sur le choix des pondérations du modèle. En effet, celui-ci se base sur une pondération de 40/60 (fonds propres/dettes) pour la structure de capital dans la méthode des DCF. Etant donné que le levier financier de Balta devrait diminuer progressivement dans les années à venir, il est utile d'analyser l'impact de cette baisse sur les différentes possibilités de choix de structure de capital que la société pourrait avoir. Les résultats montrent qu'une diminution de sa proportion de dettes par rapport à ses fonds propres, augmente son WACC et par conséquent diminue le prix obtenu.

Structure de capital	WACC :	Prix DCF :
30/70 (fonds propres/dettes) :	5.4%	10.30€
40/60 (fonds propres/dettes) :	5.5%	10.10€
50/50 (fonds propres/dettes) :	5.7%	9.44€
60/40 (fonds propres/dettes) :	5.8%	8.95€

Tableau 16 : Analyse de sensibilité sur la structure de capital

Source : Analyse personnelle

La deuxième pondération influençant grandement le modèle est le choix du poids pour chaque méthode. J'ai décidé d'attribuer un poids de 40/60 à chaque méthode en raison des biais pouvant être contenus dans ces méthodes comme expliqué à la section 2.11 « évaluation ». Cependant, il est intéressant de voir comment le choix des poids peut influencer le prix cible. Une différence notable peut être aperçue lors d'un poids plus important pour la méthode des DCF qui est une des conséquences du poids de la valeur résiduelle.

Choix pondération	Méthode DCF :	Méthode des comparables :	Prix cible :
Cas 1 :	70%	30%	7.52€
Cas 2 :	60%	40%	7.04€
Cas 3 :	50%	50%	6.57€
Modèle :	40%	60%	6.10€
Cas 4 :	30%	70%	5.63€

Tableau 17 : Analyse de sensibilité sur le poids des méthodes

Source : Analyse personnelle

Un point qui mérite aussi une analyse plus approfondie est l'influence de la valeur résiduelle (VR) sur le modèle développé. En effet, j'ai calculé celle-ci de deux manières différentes, les exit multiples (EMM*) et la méthode de croissance à perpétuité (PGM*), ceci afin de trouver un modèle réduisant l'impact de cette dernière dans le prix cible. Cependant, il est possible en modifiant certains paramètres, comme la croissance ou encore le WACC, de changer la valeur résiduelle.

Paramètres	EMM :	Poids (VR) EMM	PGM :	Poids (VR) PGM
Croissance perpétuité 1.5% :	-	-	9.42€	82%
Croissance perpétuité 1 % :	-	-	7.97€	80%
Croissance perpétuité 0.8% :	-	-	7.47€	79%
WACC 5.5% :	11.02€	83%	10.10€	82%
WACC 6.0% :	10.78€	83%	8.38€	80%
WACC 6.5% :	10.33€	83%	6.83€	79%
WACC 7.0% :	9.88€	83%	5.54€	77%

Tableau 18 : Analyse de sensibilité sur la valeur résiduelle

Source : Analyse personnelle

Un autre élément sur lequel une analyse peut être apportée, est l'effet de la conjoncture économique actuelle sur les risques des marchés financiers et donc ses coûts de fonds propres. En effet, comme expliqué précédemment, l'Europe n'est pas à l'abri d'une guerre commerciale avec les Etats-Unis et l'hypothèse d'un hard Brexit reste possible. Ceci aurait pour conséquence d'augmenter le risque sur les marchés financiers et influencerait directement le taux sans risque, le risque du marché ou encore la prime de risque sur la taille des entreprises. Des tests ont été effectués pour voir l'impact que cela pourrait engendrer sur le prix de la recommandation.

Tests sur l'évolution du risque sur le marché financier :	Risque total à 8,25%	Risque total à 9,25%	Risque total à 10,50%	Risque total à 11,75%
Taux sans risque :	0.25%	0.5%	0.5%	0.75%
Risque du marché belge :	8%	8.5%	8.5%	9.5%
Risque petites entreprises :	1%	1.25%	1.5%	1.5%
WACC :	6.9%	7.5%	7.7%	8.5%
Prix DCF :	5.73€	4.46€	4.05€	2.85€

Tableau 19 : Analyse de sensibilité sur la conjoncture économique

Source : Analyse personnelle

Un dernier élément pris en considération dans le modèle est que pour le calcul du prix par la méthode des multiples, la médiane a été choisie plutôt que la moyenne. Ceci résulte du fait que le multiple EV/EBITDA de la société Victoria PLC était anormalement haut en 2018 à 18.73. Si nous en tenons compte dans le modèle, cela augmente le prix obtenu à 4.91€.

Méthode des multiples	2018	2017	
Moyenne EV/EBITDA du secteur :	10.06	12.65	
Discount Balta :	55%	63%	Moyenne : 59%
EV/EBITDA Balta :	5.91		
Prix par les multiples :	4.91€		

Tableau 20 : Analyse de sensibilité sur les multiples

Source : Analyse personnelle

En résumé de toutes ces analyses, les paramètres qui ont été à la base de celles-ci, sont les variations soit sur le WACC, soit sur les free cash flows via l'EBITDA ou encore sur la pondération du choix des méthodes qui influencent le prix. Le tableau, ci-dessous, reprend les grandes lignes des analyses effectuées précédemment.

Paramètres	Prix DCF :	Prix multiple :	Prix cible pondéré :	Potentiel haussier :
Modèle de base :	8.95€	4.19€	6.10€	87%
Prévisions à la baisse cas 1 :	7.07€	4.19€	5.35€	64%
Prévisions à la baisse cas 2 :	6.28€	4.19€	5.00€	53%
Prévisions hard Brexit cas 1 :	6.54€	4.19€	5.10€	56%
Prévisions hard Brexit cas 2 :	3.92€	4.19€	4.10€	25%
Prévisions guerre commerciale cas 1 :	8.42€	4.19€	5.90€	80%
Prévisions guerre commerciale cas 2 :	6.62€	4.19€	5.15€	57%
Prévisions matières premières (5%) :	0.29€	4.19€	2.63€	-20%
WACC 5.5% :	10.10€	4.19€	6.55€	100%
WACC 5.6% :	9.76€	4.19€	6.40€	96%
WACC 6.0% :	8.38€	4.19€	5.85€	79%
WACC 6.5% :	6.83€	4.19€	5.25€	61%
WACC 7.5% :	4.46€	4.19€	4.30€	31%
WACC 8.5% :	2.85€	4.19€	3.65€	12%
Modèle multiple avec Victoria PLC :	8.95€	4.91€	6.50€	99%

Tableau 21 : Analyse de sensibilité résumé

Source : Analyse personnelle

Pour pouvoir avoir une base de comparaison, le prix cible pondéré est obtenu en tenant compte de la même pondération du modèle de base à savoir 40% pour la méthode des DCF et 60% pour la méthode des multiples. En effet, le prix obtenu dans les analyses opérées, influence seulement une des deux méthodes à chaque fois. Or, afin d'avoir une vision claire de la situation et un bon outil de comparaison, il faut se baser sur l'influence que peut avoir ces changements sur le prix cible.

Au terme des analyses réalisées, l'action Balta est à recommander à l'achat au regard des informations du moment malgré les différentes éventualités négatives et d'après les prix proposés. Un potentiel haussier demeure réalisable dans la majorité des cas. Néanmoins, la prudence reste de mise considérant le contexte économique actuel de la société. A titre d'exemple, le modèle serait à réévaluer prochainement notamment avec le dénouement du Brexit en octobre et la volatilité du prix des matières premières.

2.14 Risques d'investissements

2.14.1 Cyclicité de la demande et dépendance en Europe

Il est vrai qu'après avoir analysé les drivers du secteur du recouvrement de sol textile, ce dernier est dépendant du niveau de confiance de la population, de la bonne santé du marché de la construction et de la rénovation qui sont affectés par la nature cyclique de l'économie. Or, aujourd'hui l'économie européenne dont Balta dégage une grande partie de ses revenus (58%) ne se porte pas au mieux, d'une part avec une croissance au ralenti et d'autre part avec les incertitudes liées au Brexit.

2.14.2 Mouvements du Forex*

La société est exposée à plusieurs risques de devises : le dollar, la livre sterling et la lire turque. A titre d'exemple en 2018, au regard de la chute de la lire turque et de la fluctuation de la livre sterling, l'exposition aux risques de devise a été concrétisée.

2.14.3 Volatilité et inflation des coûts des matières premières

Les composantes principales des produits de Balta sont faits à partir de résine de polyamide et de polypropylène qui sont des dérivés du pétrole et fluctuent donc en fonction du prix de ce dernier. La volatilité est donc extrêmement présente et il est clair que les réserves ne sont pas infinies. Il est très probable que dans le futur le prix du pétrole risque d'augmenter dû à une offre limitée et une demande omniprésente. Ceci pourrait donc impacter directement les marges de Balta et le prix de ses produits.

2.14.4 Nombre limité de fournisseurs

Balta est dépendante d'un nombre limité de fournisseurs vendant les matières nécessaires à ses produits. En effet, ceux-ci sont en général de grande taille et donc peuvent exercer une certaine pression sur les conditions d'achat et aussi impacter les coûts et la rentabilité de l'entreprise.

2.14.5 Production et logistique

Comme dans tout business, l'habileté de produire et de délivrer en temps et en heure est essentielle afin de garder et d'attirer des clients. Il est donc primordial d'éviter toutes perturbations en matière de production et de distribution qui pourraient directement se transformer en perte sèche. De plus, Balta ne possède pas ses propres installations de transport et dépend donc d'un service tiers.

2.15 Conclusion

L'objectif de ce mémoire reste de comprendre le métier d'analystes financiers par le biais d'une recommandation pragmatique sur la société Balta. Dans un premier temps, il fut nécessaire de s'attarder sur les éléments essentiels d'une évaluation se trouvant dans la littérature afin de les transposer pour trouver une projection du prix de l'action de la société. Dans un second temps, après avoir récolté toutes les informations nécessaires sur la compagnie et son environnement, un prix de 6.10€ a été fixé pour l'action en se basant sur deux méthodes, à comprendre les discounted cash flows et la méthode des multiples. Le prix proposé dépend d'hypothèses micro et macro-économiques dont la valorisation a été remise en cause avec la perspective de comprendre les risques potentiels du modèle choisi.

Confirmation est faite que le traitement des données qualitatives est essentiel dans le métier d'analystes financiers et nous vivons dans un monde où l'accès à l'information est de plus en plus facile. Pour autant, la modélisation de la quasi exhaustivité des données disponibles demeure quasi impossible. Le caractère qualitatif des données, découlant des choix effectués par les analystes parmi la multitude de données à disposition, reste une des clés des recommandations qui aboutiront. C'est pourquoi l'avenir de ce métier se trouve obligatoirement assisté par le big data qui permettrait d'établir des modèles prédictifs plus précis permettant d'appuyer les recommandations.

Revenant au contexte de la recommandation de ce document, les données concernant le coût de toutes les matières premières, les différents modèles économiques en fonction de la future conjoncture ou encore les coûts relatifs aux transports et à l'énergie auraient amélioré la prédictivité du modèle. Cependant, avec la prise en compte de tous ces éléments, une pondération aurait dû dès lors être considérée afin de rendre le modèle plus pertinent encore.

En conclusion, je confirme ma recommandation d'achat de l'action Balta avec une prudence de suivi.

3. Annexes

3.1 Lexique

B2B : acronyme de Business to Business qui décrit les activités d'échanges entre entreprises.

CAGR: Compound Annual Growth Rate. Taux mesurant le rendement annuel d'un matériau (dans ce cas-ci) sur une période définie.

CAPEX : Capital Expenditure. Cette rubrique représente les dépenses liées aux investissements consacrées à l'achat de matériel professionnel.

CAPM : Capital Asset Pricing Model. Modèle de valorisation décrivant la relation entre le risque systématique et le rendement attendu d'un actif.

Cash-flow : flux de trésorerie. Il s'agit du montant net de la trésorerie et de ses équivalents venant ou sortant d'une société.

CEO : Chief Executive Officer signifiant en français président-directeur général. Il a pour mission de gérer principalement les décisions organisationnelles et d'être la face publique de la société.

Corporate governance : la gouvernance d'entreprise est le système de règles, de pratiques et de processus qui permet à une firme d'être contrôlée ou dirigée.

DCF : Discounted Cash-Flow signifiant en français flux de trésorerie est une méthode d'évaluation permettant d'estimer la valeur d'une société (dans ce cas-ci) grâce à ses flux de trésorerie futurs.

Deleverage : désendettement en français, est un mécanisme visant à réduire son effet de levier financier total.

Default spread : écart de défaut qui peut être défini comme l'écart de rendement entre les obligations à long terme d'une compagnie et les obligations de référence (américaines ou allemandes).

Discount : remise signifie dans ce cas-ci un pourcentage de différence négative entre le multiple de la société et la moyenne des multiples de ses pairs.

EBIT : Earnings Before Interest and Taxes désigné comme le bénéfice d'exploitation en français. Il s'agit d'un indicateur de la rentabilité d'une société.

EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. L'EBITDA est une mesure de rentabilité d'une société.

Economic value added : la valeur économique ajoutée est une mesure de la performance financière d'une entreprise basée sur la richesse résiduelle qui est calculée en soustrayant son coût de capital de son bénéfice opérationnel, ajusté de ses impôts.

EMEA : Europe Middle East & Africa. Acronyme utilisé pour désigner une région économique.

EMM : acronyme de Exit Multiple Method. Cette méthode permet de calculer la valeur terminale d'une entreprise à partir d'un multiple de résultat (voir section 2.11.1 valeur résiduelle).

EV/EBITDA : Entreprise Value/Earnings Before Interest and Taxes. Il s'agit d'un indicateur fortement utilisé comme outil d'évaluation par les analystes qui cherchent à comparer les sociétés d'un même secteur.

Forex : marché sur lequel les devises sont échangées.

Free cash flow : flux de trésorerie disponible correspondant aux produits de ses activités moins le coût des dépenses en actifs.

Interest Coverage ratio : ratio de couverture des intérêts. Ce ratio sert à déterminer la facilité avec laquelle une entreprise peut payer ses intérêts de son encours de dette.

IPO : Initial Public Offering signifiant en français introduction en bourse, est le processus consistant à offrir pour la première fois au public des actions d'une société privée.

Lean project : projet « allégé » se basant sur l'idée d'offrir plus de valeur en gaspillant moins dans un contexte de projet.

Leverage : effet de levier qui est une stratégie d'investissement consistant à utiliser de l'argent emprunté afin d'accroître le rendement potentiel d'un investissement.

Market value added : valeur marchande ajoutée. Il s'agit d'un concept montrant la différence entre la valeur marchande d'une société et le capital apporté par tous les investisseurs.

Multiple : un multiple sert à mesurer un aspect du bien-être financier d'une entreprise, obtenu en divisant un indicateur par un autre.

OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Economiques est une organisation internationale d'études économiques, dont les pays membres ont en commun un système de gouvernement démocratique et une économie de marché.

PER : Price-to-Earnings en français ratio cours/bénéfice est le ratio évaluant une société en mesurant le cours de l'action actuel à son bénéfice par action.

PGM : acronyme de Perpetuity Growth Model signifiant modèle de croissance à perpétuité. Il consiste à diviser le flux de trésorerie par un taux d'actualisation donné (voir annexe évaluation par la méthode des DCF).

REBITDA : il s'agit de l'EBITDA ajusté qui par définition est l'EBITDA duquel les éléments non récurrents ont été retirés.

Senior term loan facility : catégorie de prêt de premier rang contracté auprès d'une société par une institution financière et qui détient des droits de propriété sur les actifs de l'emprunteur au-dessus de tous les autres titres de créances.

Share capital : capital-actions qui consiste en la somme de tous les fonds réunis par une société en échange d'actions ordinaires ou privilégiées.

SWOT : Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats qui désigne en français la matrice de forces, faiblesses, opportunités et menaces permettant d'évaluer le positionnement concurrentiel d'une société et développer sa stratégie.

Working capital : le fond de roulement équivaut à la différence entre les actifs circulants et les passifs circulants d'une société.

Weighted average cost of capital ou WACC : le coût moyen pondéré sert à calculer le coût de capital d'une société dans laquelle chaque catégorie de capital est pondérée proportionnellement.

Sources : toutes ces définitions proviennent des sites internet Investopedia et Wikipedia :

Investopedia. (2019). *Accueil*. En ligne : <https://www.investopedia.com/>, consulté le 20 mai 2019

Wikipedia. (2019). *Accueil*. En ligne : https://fr.wikipedia.org/wiki/Wikipédia:Accueil_principal, consulté le 20 mai 2019

3.2 SWOT*

<i>Forces :</i> • Position sur tous les segments d'activité : leader européen en matière de tapis tissé à la machine et sur le segment résidentiel, position grandissante dans le segment commercial. • Diversité des produits : tapis tissés à la machine, des moquettes touffetées tissées pour le segment résidentiel, des dalles de tapis pour le segment commercial, ainsi que des produits visant des niches. • Relation : point d'honneur sur le fait d'avoir de bonnes relations durables avec tous ses collaborateurs. • Réseau de distribution : présent dans plus de 130 pays. • Production à grande échelle, coûts manufacturiers faibles : tente un maximum de créer une intégration verticale dès qu'elle en a l'occasion afin de diminuer ses coûts.	<i>Faiblesses :</i> • Exposition limitée : trop concentrée en Europe, aux Etats-Unis et délaisse l'Asie et l'Amérique du sud qui sont des acteurs majeurs dans le secteur. • Exposition au prix des matières premières : la proportion des coûts des matières premières par rapport aux revenus demeure très élevée. • Corrélation avec cycle économique et confiance des consommateurs : grande dépendance de la société avec les facteurs macroéconomiques. • Nombre limité de fournisseurs. • Exposition au marché du Forex : grande exposition à la lire turque avec sa base manufacturière et au dollar ainsi qu'à la livre sterling avec ses ventes.
<i>Opportunités :</i> • Prévisions de marché : le marché global du recouvrement de sol et celui du recouvrement textile devraient croître dans les années à venir selon plusieurs analyses. • Opportunité de pénétrer de nouveaux marchés : l'Asie va devenir un acteur majeur dans le secteur du recouvrement avec une part de marché importante ainsi que l'Amérique où Balta est déjà présente. • Investissements et fusions-acquisitions : il s'agit d'un secteur où les fusions et acquisitions sont extrêmement courantes, ces méthodes offrent la possibilité de renforcer sa position.	<i>Menaces :</i> • Compétition importante : possibilité d'autres solutions en recouvrement de sol (céramique, bois, vinyle, laminé,...) et marché assez fragmenté. • Risque politique : incertitude sur le dossier du Brexit et les risques politiques provenant de la Turquie. • Pétrole : la pression du président Trump sur le pétrole par le biais de sanctions sur les pays utilisant le pétrole iranien pourrait impacter son prix. • Prix action : possibilité de se faire acheter par un de ses concurrents vu le prix faible de l'action actuellement. • Préférences des clients : l'effet de mode joue un rôle important dans ce secteur et peut impacter grandement les ventes.

3.3 Projection du bilan

	Y16	Y17	Y18	E19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
€ in thousands									
Tangible fixed asset	299,238	311,160	301,259	313,149	324,634	336,565	348,970	361,757	374,955
Intangible fixed asset	127,049	211,032	206,042	212,385	218,430	224,713	231,249	237,979	244,919
Other non current assets	19,808	5,912	6,466	10,722	10,722	10,722	10,722	10,722	10,722
Cash & equivalents	45,988	37,338	26,853	26,440	84,260	93,018	22,563	18,409	16,179
Other current assets	190,330	212,841	215,063	212,164	207,720	205,100	202,978	201,278	200,003
Total Assets	681,693	778,283	755,681	774,861	845,767	870,118	816,482	830,146	846,779
Delta Assets		12%	-3%	2%	8%	3%	-7%	2%	2%
Short-term debt	7,074	12,996	5,788	5,836	42,092	240,695	3,357	19,410	19,323
Other current liabilities	168,782	163,013	164,491	174,624	179,473	187,719	196,715	206,346	216,670
Long-term debt	299,744	280,349	280,304	278,639	340,858	106,020	268,559	251,656	234,869
Other long term liabilities	69,775	56,806	50,295	44,598	39,618	32,401	28,455	24,989	21,946
Total liabilities	545,375	513,165	500,878	503,697	602,041	566,835	497,086	502,401	492,807
Delta liabilities		-6%	-2%	1%	16%	-6%	-14%	1%	-2%
Total equity	136,319	265,116	254,804	271,163	243,726	303,283	319,396	327,744	353,971
Delta equity		49%	-4%	5%	-12%	19%	5%	3%	7%
Total equity and liabilities	681,693	778,283	755,681	774,861	845,767	870,118	816,482	830,146	846,779

3.4 Projection du compte de résultat

	Y16	Y17	Y18	E19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
€ in thousands									
Revenue	557,685	661,320	646,197	648,811	656,203	680,792	706,537	731,044	756,606
raw materials expenses	(259,472)	(310,391)	(306,640)	(307,880)	(311,388)	(323,056)	(335,273)	(346,902)	(359,032)
Changes in inventories	6,055	(0,351)	5,826	(6,156)	(5,910)	(5,673)	(5,446)	(5,228)	(5,019)
Employee benefit expenses	(130,054)	(151,343)	(159,106)	(154,33)	(149,70)	(145,21)	(155,44)	(160,83)	(166,45)
Other income	8,171	7,112	3,363	6,215	6,215	6,215	6,215	6,215	6,215
Other expense	(101,017)	(121,965)	(117,287)	(117,911)	(118,577)	(119,456)	(131,039)	(135,584)	(140,325)
Adjusted EBITDA	80,368	83,382	72,353	68,746	76,841	93,610	85,556	88,714	91,991
as % of revenue	14,4%	12,6%	11,2%	10,6%	11,7%	13,8%	12,1%	12,1%	12,2%
Depreciation & Amortisation	(28,666)	(32,499)	(32,429)	(29,278)	(30,522)	(31,639)	(32,799)	(34,015)	(35,267)
EBIT / Adjusted operating profit	51,702	50,883	39,924	39,468	46,318	61,970	52,757	54,700	56,724
as % of revenue	9,3%	7,7%	6,2%	6,1%	7,1%	9,1%	7,5%	7,5%	7,5%
Gain on asset disposals	1.610	(2.902)	-	-	-	-	-	-	-
Integration and restructuring expense	(5,128)	(11,368)	(7,699)	(3,752)	(3,889)	(1,165)	(1,165)	(1,165)	(1,165)
Operating profit	49,183	37,612	32,224	35,716	42,429	60,805	51,592	53,535	55,559
Financial income	57	41	51	50	50	50	50	50	50
Financial expenses	(28,608)	(37,327)	(25,881)	(21,781)	(29,491)	(29,076)	(29,046)	(19,565)	(18,582)
Net finance expense	(28,551)	(37,286)	(25,830)	(21,731)	(29,441)	(29,026)	(28,996)	(19,515)	(18,532)
Profit before income taxes	20,632	0,326	6,394	13,985	12,988	31,779	22,596	34,020	37,027
Income tax benefit	4,713	2,654	953	2,773	2,773	2,773	2,773	2,773	2,773
Taxes 25%				(3,496)	(3,247)	(7,945)	(5,649)	(8,505)	(9,257)
Profit for the period	25,345	2,980	7,347	13,261	12,514	26,607	19,720	28,288	30,543

3.5 Projection des cash-flows

(Détails des calculs à la page suivante)

	Y18	E19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
€ in thousands							
Ebitda	72,353	68,746	76,841	93,610	85,556	88,714	91,991
Change in NWC :		0,450	(4,774)	1,627	3,192	4,011	5,496
Change in inventory		(6,156)	(5,910)	(5,673)	(5,446)	(5,228)	(5,019)
Change in trade receivables		2,299	0,730	2,428	2,542	2,420	2,524
Change in other assets		-	-	-	-	-	-
Change in trade payables		6,163	1,478	4,918	5,149	4,901	5,112
Change in other liabilities		(1,856)	(1,073)	(0,045)	0,947	1,918	2,879
Change in provision		0,129	0,136	(2,724)	-	-	-
Taxes		(3,496)	(3,247)	(7,945)	(5,649)	(8,505)	(9,257)
Operational cash flow (CFO)		65,830	68,956	84,569	83,099	84,160	88,201
Capex		(47,511)	(47,987)	(49,785)	(51,667)	(53,459)	(55,329)
Disposal of assets		-	-	-	-	-	-
Investing cash flow (CFI)		(47,511)	(47,987)	(49,785)	(51,667)	(53,459)	(55,329)
Capital repayment		-	(34,908)	-	(233,490)	(16,000)	(16,000)
Financial charge		(18,781)	(26,491)	(26,076)	(26,046)	(16,565)	(15,582)
Capital income		50	50	50	50	50	50
Capital increase (decrease)		-	100,000	-	160,000	-	-
Dividends		-	(1,8)	-	(2,4)	(2,4)	(3,6)
Financing cash flow (CFF)		(18,731)	36,851	(26,026)	(100,886)	(34,915)	(35,132)
Cash in (out) of the period		(0,413)	57,820	8,758	(70,455)	(4,154)	(2,230)
Cash position- Beginning of period							
Cash position-End of period	26,853	26,440	84,260	93,018	22,56	18,409	16,179

€ in thousand	E19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Inventories	147,738	141,829	136,156	130,709	125,481	120,462
Impact de la stratégie NEXT sur l'inventaire	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
Change in Inventories	(6,156)	(5,910)	(5,673)	(5,446)	(5,228)	(5,019)
Trade receivables	64,067	64,797	67,225	69,767	72,187	74,711
Change in trade receivables	2,299	0,730	2,428	2,542	2,420	2,524
Trade payables	129,762	131,241	136,158	141,307	146,209	151,321
Change in trade payables	6,163	1,478	4,918	5,149	4,901	5,112
Other long term liabilities	42,011	36,894	32,401	28,455	24,989	21,946
Other current liabilities	44,862	48,905	53,353	58,247	63,630	69,553
Total liabilities	86,873	85,800	85,755	86,702	88,620	91,499
Change in other liabilities	(1,856)	(1,073)	(0,045)	0,947	1,918	2,879
Change in working capital	2,306	(3,701)	1,673	2,245	2,093	2,617
Provisions for other liabilities and charges	1,165	1,165	1,165	1,165	1,165	1,165
Provisions for other liabilities and charges LT (NEXT program)	2,587	2,724	0,000	0,000	0,000	0,000
Total provision	3,752	3,889	1,165	1,165	1,165	1,165
Revenue growth	0,4%	1,0%	3,7%	3,8%	3,5%	3,5%
Capex tangible assets	29,277	29,570	30,678	31,838	32,942	34,094
Depreciation tangible assets	17,387	18,128	18,789	19,475	20,194	20,936
Tangible assets	313,149	324,591	336,479	348,843	361,590	374,749
Capex intangible assets	18,234	18,417	19,107	19,829	20,517	21,235
Depreciation intangible assets	11,891	12,398	12,850	13,3194	13,811	14,318
Intangible assets	212,385	218,403	224,660	231,170	237,875	244,791
Total dépréciation et amortissement	29,278	30,527	31,639	32,794	34,006	35,254
Total capex	47,511	47,987	49,785	51,667	53,459	55,329

€ in thousand	E19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Senior secured notes	233,490	233,490	233,490	233,490	-	-
Interest on senior secured notes	18,095	18,095	18,095	18,095	-	-
Finance leases	11,732	10,207	8,880	7,726	6,721	5,847
Interest on finance leases	0,305	0,265	0,231	0,201	0,175	0,152
Senior term loan facility	34,908	34,908	-	-	-	-
Interest on Senior term loan facility	0,380	0,380	-	-	-	-
New debt	-	-	-	160,000	144,000	128,000
Capital repayment	-	-	-	-	16,000	16,000
Interest on new debt	-	-	-	-	8,64	7,68
New Secured notes	-	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
Interest on new secured notes	-	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75
Total Financial charge	18,781	26,491	26,076	26,046	16,565	15,582

3.6 Evaluation par la méthode des DCF

€ in thousands	Y18	E19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	Valeur résiduelle
Ebitda	72,353	68,746	76,841	93,610	85,556	88,714	91,991	
As % of revenue	11.2%	10.6%	11.7%	13.8%	12.1%	12.1%	12.2%	
Depreciation and amortization	(32,429)	(29,278)	(30,522)	(31,639)	(32,799)	(34,015)	(35,267)	
As % of revenue	-5.0%	-4.5%	-4.7%	-4.6%	-4.6%	-4.7%	-4.7%	
Ebit	39,923	39,468	46,318	61,970	52,757	54,700	56,724	
As % of revenue	6.2%	6.1%	7.1%	9.1%	7.5%	7.5%	7.5%	
Taxes on Ebit		(9,867)	(11,580)	(15,493)	(13,189)	(13,675)	(14,181)	
Net operating cash flow	58,879	65,261	78,117	72,366	75,040	77,810		
Capex	(47,511)	(48,053)	(49,853)	(51,739)	(53,533)	(55,405)		
As % of revenue	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	
Increase in working capital	0,450	(4,774)	1,627	3,192	4,011	5,496		
As % of revenue	0.1%	-0.7%	0.2%	0.5%	0.5%	0.7%		
Free cash flow	11,818	12,434	29,891	23,820	25,517	27,901	635,460	
							$\frac{FCFF_{24} * (1 + g_n)}{(WACC - g_n)}$	$Ebitda_{24} * \left(\frac{EV}{EBITDA} \right)_{secteur}$
							Croissance à perpétuité (PGM)	Exit multiple (EMM)
							$\frac{27,901 * 1.0135}{0.0445}$	$91,991 * 7.89$
facteur d'actualisation	1,00	0,92	0,87	0,82	0,77	0,73	0,73	0,73
Valeur actualisée	11,818	11,420	25,940	19,532	19,770	20,425	463,886	530,177
Poids de la valeur résiduelle							81%	83%

Formule :

3.7 Prix par la méthode des DCF

Méthode	PGM	EMM
EV (€ in thousands)	572,789	639,081
Dette financière nette (€ in thousands)	(251,239)	(251,239)
Equity value (€ in thousands)	321,550	387,842
Nombre d'actions (in millions)	35,943396	35,943396
Prix action	8.95€	10.79€

3.8 Chiffres à la base de la méthode des DCF

Risk-free rate	0.12%
Beta	0.80
Equity Market RP	7.51%
Small Firm Premium	0.90%
Cost of equity	7.03%
Long term cost of debt	6.60%
Risk-free rate	0.12%
Pre-tax Cost of Debt	6.72%
Tax Rate	25.00%
Post-Tax WACC	5.8%

3.9 Prix par la méthode des comparables

Company (2018)	Balta
EBITDA (€ in thousands)	72,353
EBIT (€ in thousands)	39,468
Net Financial cash (€ in thousands)	(251,239)

Peers EV / EBITDA	2018	2017
Mohawh	7.17	12.91
Tarkett	8.21	20.71
Interface	9.38	11.61
Victoria PLC	18.73	11.57
Oriental Weavers	6.82	6.44
Medium	8.21	11.61
Average	10.06	12.65
Balta	5.49	7.95
Discount	66.87%	68.48%
Moyenne discount		68%
Ev/ebitda	5.56	7.86

Valeur de l'entreprise (€ in thousands)	401,987 72,353 * 5.56
Dette financière nette (€ in thousands)	(251,239)
Valeur equity (€ in thousands)	150,748
Nombre d'actions (in millions)	35,943396
Prix action pairs	4.19€

4. Bibliographie

- ABC Bourse. (2019). *Pétrole Brent (baril en \$)*. En ligne <https://www.abcbourse.com/graphes/eod.aspx?s=ABCSCu>, consulté le 15 avril 2019
- Albouy, M., (2006), “Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur”, *Revue française de gestion*, 139-157.
- Amadeo, K. (2019). *Oil Price Forecast 2019 – 2050*. En ligne <https://www.thebalance.com/oil-price-forecast-3306219>
- Astolfi, P., Chastenet, E., Marion, A., Thauvron, A., (2014), “Méthode des multiples”, *Revue française de gestion*, n°242, 83-101.
- Balta. (2019). *Results & Reports Shareholder*. En ligne <https://www.baltainvestors.com/en/results-reports/shareholder/>
- Bancel, F., Lathuille, Q., Lhuissier, A., (2014), “De la difficulté de mesurer le coût du capital”, *Revue française de gestion*, n°242, 103-118.
- Bancel, F., Mittoo, X., (2013), “Théorie et pratique de l’évaluation financière”, *Revue Analyse Financière*, n°48, 80-83.
- Benoit, S. (s.d.). *Les réserves de pétroles et le temps qu’il nous reste jusqu’à leur épuisement*. En ligne <http://samuel.benoit.online.fr/fr/petrole-reserves-gisement-consommation-mondiale-depletion-pic-hubbert-peak-oil>
- Birol, F. (2019). *Oil 2019: Analysis and forecast to 2024*. En ligne <https://www.iea.org/oil2019/>
- Boone, P. (2017). *Belgium decides to reduce corporate tax rate from 34% to 25%*. En ligne <https://news.pwc.be/belgium-decides-reduce-corporate-tax-rate-34-25/>
- Boutron, E., (2005), “Création de valeur et sous-performance à long terme des IPO sur le second marché”, *Revue française de gestion*, 53-75.
- Business Wire. (2018). *Global Commercial Carpet Market 2018-2022 | Rising Non-residential Buildings Construction Drives Growth | Technavio*. En ligne <https://www.businesswire.com/news/home/20180924005504/en/Global-Commercial-Carpet-Market-2018-2022-Rising-Non-residential>
- Corporate Finance Institute. (2019). *Cost of debt*. En ligne corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/cost-of-debt/
- Damodaran, A., (2006), “Valuation approaches and metrics: a survey of the theory and evidence”, *Working paper*, Stern School of Business.
- Damodaran, A. (2019). Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread. En ligne http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

Déjean, F., Naro, G., (2010), “La revue des thèses”, *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 167-175.

Esty, B.C., (2000), “What determines comparability when valuing firms with multiples?”, *Journal of Financial Education*, n°2, 24-33.

Expert Circle on Business Valuation. (2019). *Implied Market-risk-premia (IMRP): Belgium*. En ligne <http://www.market-risk-premia.com/be.html>, consulté le 11 mai 2019

Fama, E. (1965), « Random walks in stock market prices », *Financial Analysts Journal*, vol. 21, n 5, 55-59.

Fairness Finance. (2016). *Fiche 4 : la prime de taille Fairness Finance, définition et domaine*. En ligne <http://www.fairness-finance.com/fairness-finance/cms/fr/2-24/fiche-n-4-la-prime-de-taille-definition-et-domaine.dhtml>

Freedonia. (2017). *Global Carpets & Rugs - Demand and Sales Forecasts, Market Share, Market Size, Market Leaders*. En ligne <https://www.freedoniagroup.com/Carpets-Rugs.html>

Fundera. (2019). *What are business loan interest rates in 2019?* En ligne <https://www.fundera.com/business-loans/guides/business-loan-interest-rate>

Giordano-Spring, S., Rivière-Giordano, G., (2007), “ Le reporting sociétal à l’épreuve des théories normatives comptables”, *Actes du 28e Congrès de l’AFC*.

Interface. (2019). *Investor relations*. En ligne <https://investors.interface.com/investor-relations/default.aspx>

International Monetary Fund. (2019). *Real GDP growth*. En ligne https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/EU/EURO/EUQ, consulté le 7 mai 2019

Investopedia. s.d. *Debt Ratios: Interest Coverage Ratio*. En ligne <https://www.investopedia.com/university/ratios/debt/ratio5.asp>

Knoema. (2014). *Europe Demographic Forecast up to 2060*. En ligne <https://knoema.com/infographics/ggrxtl/europe-demographic-forecast-up-to-2060?Region=France>, consulté le 6 mai 2019

Knoema. (2019). *US GDP Growth Forecast 2019-2024 and up to 2060 | Data and Charts*. En ligne <https://knoema.com/infographics/qhswkwc/us-gdp-growth-forecast-2019-2022-and-up-to-2060-data-and-charts>, consulté le 6 mai 2019

- KPMG. (2017). *For all it's worth | KPMG Valuation Practices Survey 2017*. En ligne <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/au/pdf/2017/valuation-practices-survey-2017.pdf>
- Levis, M., (1993), "The long-run performance of initial public offerings: the UK experience 1980-1988", *Financial management*, vol.22, n°1, 28-41.
- Liu, J., Nissim, D., Thomas, J.K., (2007), "Is cash flow king in valuations?", *Financial Analysts Journal*, vol.63, n°2,1-23.
- Lucintel. (2016). *Growth Opportunities in the Global Carpet and Rug Market*. En ligne <https://www.lucintel.com/carpet-rug-market-2016-2021.aspx>
- Mataf. (2019). *Glossaire : Valeur de marché*. En ligne <https://www.mataf.net/fr/edu/glossaire/valeur-de-marche>, consulté le 20 mai 2019
- Meitner, M., (2006), "The market approach to comparable company valuation", *Physica-Verlag*.
- Mohawk Industries INC. (2019). *Investors*. En ligne <http://ir.mohawkind.com/investor-overview/>
- Mondher, C. (s.d.). *Le coût du capital (WACC)*. En ligne http://www.performances-strategy.com/imgcommon/le_cout_du_capital_WACC.pdf
- OECD Data. (2019). *Consumer confidence index (CCI)*. En ligne <https://data.oecd.org/leadind/consumer-confidence-index-cci.htm>, consulté le 6 mai 2019
- Oriental Weavers. (2019). *Investors relations*. En ligne <http://ir.orientalweavers.com/>
- Pagano, M., Panetta, F., Zingales, J., (1988), "Why do companies go public? An empirical analysis", *Financial management*, vol. 14, n° 4, 27-64.
- Partington, R. (2019). *How has Brexit vote affected the UK economy? February verdict*. En ligne <https://www.theguardian.com/business/2019/feb/26/brexit-uk-economy-february-growth-trade>
- Pasquini-Descomps, H., Teulon, F., (2013), "Quelle est la perception de la responsabilité sociale des entreprises pour les gestionnaires de fonds en Suisse", *Gestion 2000*, vol.30, 99-113.
- Peloza, J., (2006), "Using corporate social responsibility as insurance for financial performance", *California Management Review*, vol.48, n°2, 52-72.

- Petitjean, M. (2018). "Firm valuation: valuation technique 2, discounted cash flow evaluation", notes de cours, MLSMM2121 Equity Valuation, Université Catholique de Louvain, FUCAM Mons.
- Reese, W., (2003), "IPO underpricing, trading volume and investor interest", *Working paper*, Tulane University.
- Ritter, J., (1991), "The long-run performance of initial public offerings", *Journal of finance*, vol.46, n°1,3-27.
- Ritter, J., (2003), "Differences between European and American IPO markets", *European Financial Management*, vol.9, n°4, 421-434.
- Ritter, J., Welch, I., (2002), "A review of IPO activity, pricing and allocations", *Journal of finance*, vol.57, 1795-1828.
- Saghroun, J., Eglem, J., (2008), "A la recherche de la performance globale de l'entreprise : la perception des analystes financiers", *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 93-118.
- Sentis, P., (2005), "Introduction en bourse : Quelles stratégies pour l'entreprise candidate", *Revue française de gestion*, 225-244.
- Statista. (2014). *Population projections for the United States from 2015 to 2060 (in millions)*. En ligne <https://www.statista.com/statistics/183481/united-states-population-projection/>
- Stoughton, N., Wong, K., Zechner, J., (2001), "IPOs and product quality", *Journal of Business*, vol.74.
- Suozzo, P., Cooper, S., Sutherland, G., Deng, Z., (2001), "Valuation multiples: A primer", *Working Paper*, UBS Investment Bank.
- Tarkett. (2019). *Investors*. En ligne <https://www.tarkett.com/en/content/key-figures>
- Transparency Market Research. (2018). *Flooring Market (Product - Resilient, Non-resilient, Soft Cover; Material - Carpets and Rugs, Wood (Soft Wood and Engineered Wood), Laminate, Vinyl Sheet and Tile (Homogeneous, Heterogeneous, Luxury Vinyl Tile), Ceramic Tile, Stone; Application - Residential, Non-residential) - Global Industry Analysis, Size, Share, Growth, Trends, and Forecast 2018 – 2026*. En ligne <https://www.transparencymarketresearch.com/flooring-market.html>
- Triest, G., Maenhaut, M., (2017), "Global markets research: Balta". Document non publié. ING, Bruxelles.
- Van Loye, G., Fontowicz, L., (2004), "La crédibilité des producteurs d'information, le cas des analystes financiers", *Revue française de gestion*, vol.151, 81-95.

Victoria PLC. (2019). *Investors*. En ligne <https://www.victoriapl.com/reports/>

Wiedemann-Goiran, T., Perier, F., Lépineux, F., (2003), “Développement durable et gouvernement d’entreprise : un dialogue prometteur”, *Editions d’organisation*.

Wuille, S. (2019). *Balta lance un plan à trois ans pour améliorer sa rentabilité*. En ligne <https://www.lecho.be/dossier/resultatssocietes/balta-lance-un-plan-a-trois-ans-pour-ameliorer-sa-rentabilite/10104304.html>

5. Références graphiques et tableaux

5.1 Liste des graphiques

Graphique 1 : Cours de l'action Balta.....	7
Graphique 2 : Prévisions de marché dans le secteur de recouvrement de sol.....	8
Graphique 3 : Marques de la société	10
Graphique 4 : Revenus et EBITDA par segment.....	11
Graphique 5 : Répartition des revenus.....	12
Graphique 6 : Variation du prix des matières premières.....	17
Graphique 7 : Segmentation des revenus.....	26
Graphique 8 : Evolution des revenus.....	26
Graphique 9 : Répartition des dépenses.....	27
Graphique 10 : Proportion des dépenses.....	29
Graphique 11 : Evolution de l'EBITDA.....	29
Graphique 12 : Evolution de l'EBIT.....	30
Graphique 13 : BPA.....	30
Graphique 14 : Dette financière.....	31
Graphique 15 : Leverage.....	31
Graphique 16 : Cash-flow.....	32
Graphique 17 : Evolution des CAPEX et des amortissements & dépréciations.....	32

5.2 Liste des tableaux

Tableau 1 : Profil de l'entreprise.....	8
Tableau 2 : Récapitulatif des méthodes utilisées.....	8
Tableau 3 : Données financières clés.....	9
Tableau 4 : Structure financière des pairs.....	19
Tableau 5 : Evaluation par la méthode des DCF	21
Tableau 6 : Coût des fonds propres.....	23
Tableau 7 : Coût de la dette	23
Tableau 8 : Evaluation relative.....	24
Tableau 9 : Croissance des revenus par segment.....	26
Tableau 10 : Analyse de sensibilité des prévisions revues à la baisse.....	33
Tableau 11 : Analyse de sensibilité d'un hard Brexit.....	34
Tableau 12 : Analyse de sensibilité d'une guerre commerciale.....	35
Tableau 13 : Analyse de sensibilité sur les coûts des matières premières (5%).....	36
Tableau 14 : Analyse de sensibilité sur les coûts des matières premières (9%).....	36
Tableau 15 : Analyse de sensibilité sur les paramètres financiers.....	37
Tableau 16 : Analyse de sensibilité sur la structure de capital.....	37
Tableau 17 : Analyse de sensibilité sur le poids des méthodes.....	38
Tableau 18 : Analyse de sensibilité sur la valeur résiduelle.....	38
Tableau 19 : Analyse de sensibilité sur la conjoncture économique.....	39
Tableau 20 : Analyse de sensibilité sur les multiples.....	39
Tableau 21 : Analyse de sensibilité résumé.....	40

